

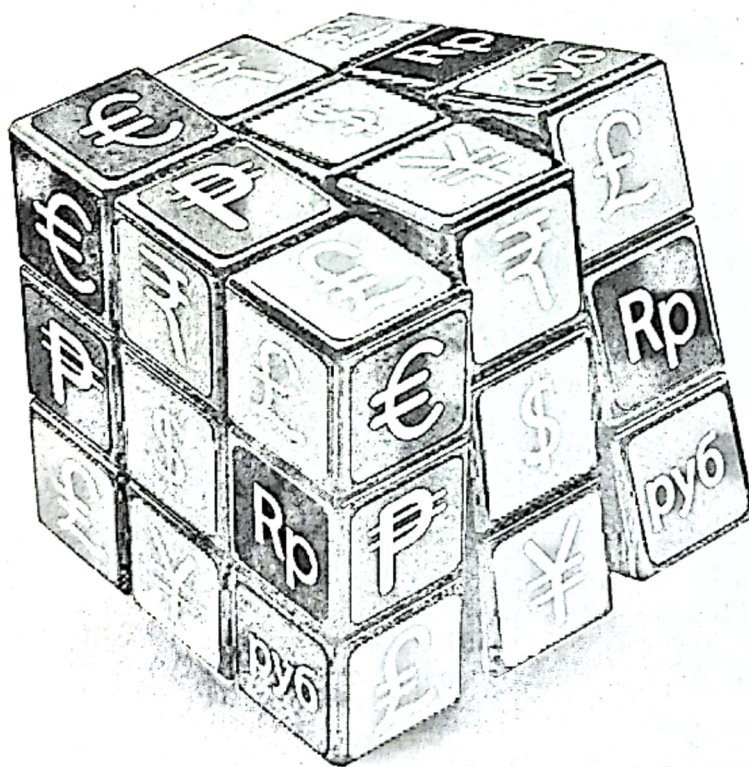
COSMIN BAIU

analiza financiară pe înțelesul TUTUROR



COSMIN BAIU

analiza financiară pe înțelesul TUTUROR





© Toate drepturile sunt rezervate Editurii Evrika Publishing.

Orice reproducere a prezentei lucrări fără acordul editurii
intră sub incidența legii.

Graphic design copertă: Carmen Lucaci

Redacție: tel.: 0725.113.963
e-mail: redactia@evrikapublishing.ro

Distribuție: tel.: 021.314.93.15
tel./fax: 021.314.93.16
e-mail: distributie@universuljuridic.ro

www.ujmag.ro

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României
BAIU, COSMIN

Analiza financiară pe înțelesul tuturor / Cosmin Baiu. - București :
Evrika Publishing, 2018
ISBN 978-606-94572-0-7

658.1

Cuprins

INTRODUCERE.....	8
CAPITOLUL I. AVEREA (ACTIVUL)	13
1.1. Activul imobilizat.....	16
1.1.1. Terenurile și clădirile.....	17
1.1.2. Imobilizările în curs.....	23
1.1.3. Echipamentele și Mijloacele de transport.....	25
1.1.4. Creanțe Imobilizate/Participații la capitalul altor societăți	35
1.1.5. Imobilizări necorporale (Fond de Comerț/Goodwill/Marca).....	37
1.2. Activul circulant.....	37
1.2.1. Stocurile	38
1.2.2. Creanțele	47
1.2.3. Disponibilitățile bănești.....	56
CAPITOLUL II. DATORIILE (PASIVUL)	61
2.1. Capitalurile proprii ale societății.....	64
2.2. Împrumuturile pe termen mediu și lung.....	74
2.3. Datoriile pe termen scurt (<12 luni).....	80
2.3.1. Datoriile către Furnizori.....	80
2.3.2. Datorii pe termen scurt la instituții financiare	85
CAPITOLUL III. INTERPRETAREA CONTULUI DE PROFIT ȘI PIERDERE.....	93
3.1. Venituri și cheltuieli din exploatare; Rezultatul din Exploatare.....	93
3.2. Veniturile și cheltuielile financiare; Rezultatul Financiar	105
3.3. Profitul Brut și Profitul Net.....	112
CAPITOLUL IV. PRODUSE FINANCIAR-BANCARE: DESCRIERE,	
ANALIZĂ, EXEMPLE	114
4.1. Creditele pentru capital de lucru.....	115
4.1.1. Linia de Credit.....	115
4.1.2. Creditele sezoniere	121
4.1.3. Credite de scontare facturi, descoperit de cont temporar.....	123
4.1.4. Factoring cu regres și fără regres	124
4.2. Creditele pe termen mediu și lung.....	128

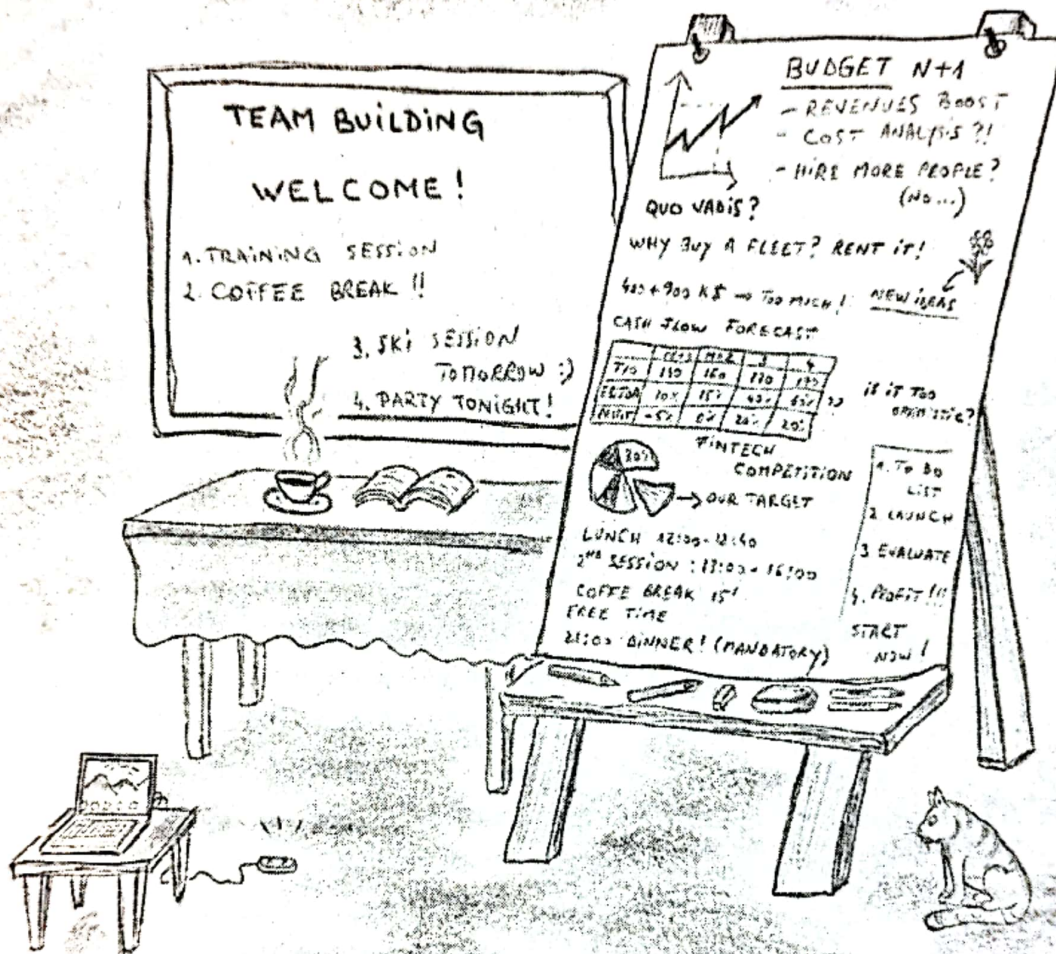
4.2.1. Creditul de investiții.....	128
4.2.2. Leasingul financiar.....	136
4.2.3. Leasingul Operațional	149

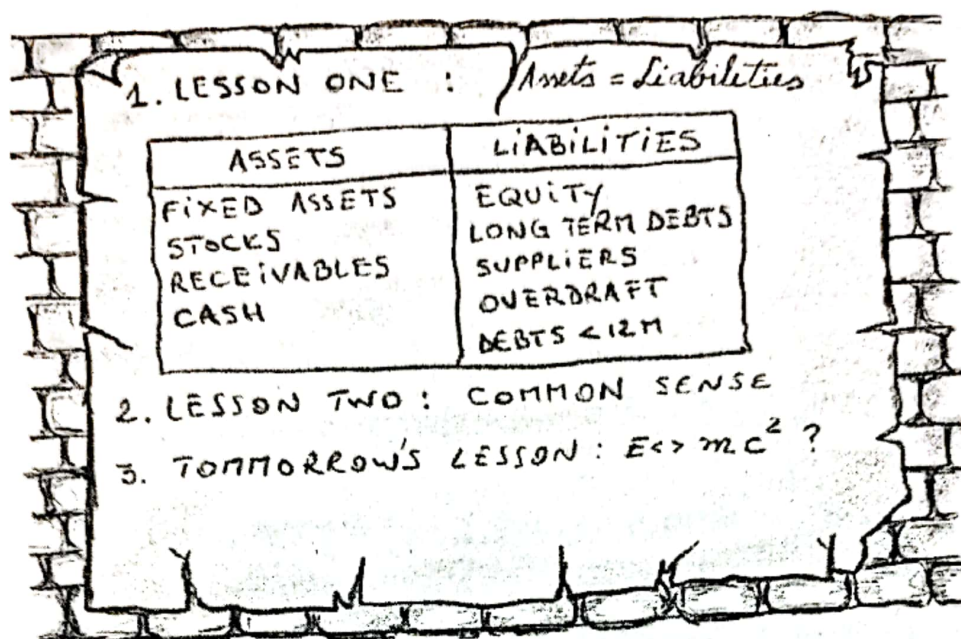
CAPITOLUL V. ANALIZA FINANCIARĂ ÎN FUNCȚIE DE TIPUL ACTIVITĂȚII

DESFĂȘURATE.....	152
5.1. Analiza companiilor ce activează în domeniul agricol	152
5.2. Analiza companiilor ce activează în transport și distribuție; particularitățile magazinelor on-line	163
5.3. Analiza companiilor industriale; particularitățile companiilor de construcții; activități hoteliere	174

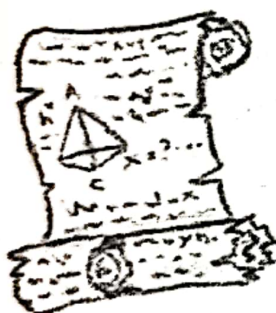
CAPITOLUL VI. SFATURI PENTRU ANALIȘTI ȘI ANTREPRENORI.....185

CONCLUZII.....	196
-----------------------	------------





INTRODUCERE



M-am hotărât să scriu această carte ca un ghid general și accesibil asupra principiilor generale ale analizei financiare a societăților comerciale. Am încercat să evit pe cât posibil nominalizarea efectivă a conturilor contabile de Activ și Pasiv, întrucât am dorit să expun filosofia generală și universală ce stă la baza analizei financiare și nu un manual didactic de factură clasică. Acest material este destinat atât antreprenorilor și oamenilor de afaceri, proaspeților absolvenți de studii economice, cât și profesioniștilor în vânzări B2B, indiferent de domeniul de activitate.

La începutul activității mele în lumea finanțelor am avut nevoie disperată de un astfel de ghid introductiv, în cel puțin două situații, ambele legate de interviuri de angajare. În 2002, aflat la începutul carierei, a trebuit să trec o serie de interviuri succesive de angajare pentru un post de vânzări – Key Account Manager la o cunoscută firmă de leasing financiar. Eram zeci de candidați pe post, unii „entry level” ca și mine, însă alții cu experiență de peste 10 ani în vânzări. Am susținut examen în scris, probă eliminatorie, conținând seturi de 8-10 întrebări și probleme, începând cu unele simple și finalizând cu prezentarea unui studiu de caz, descrierea unei companii, a bilanțului simplificat al acesteia și a solicitării de finanțare. Întrebarea? Îi aprobați finanțarea sau nu? Punctajul era astfel construit încât dacă

nu rezolvăm corect această problemă eram descalificat. Am trecut acel examen, am primit postul, însă m-a impresionat faptul că după înmânarea subiectelor, trei sferturi dintre candidați, unii mult mai experimentați decât mine au părăsit sala. În 3 minute!

Al doilea exemplu, pe care am să-l dau este legat de un interviu de angajare la o mare bancă, în cadrul Departamentului Comercial, în 2005. Totul a început cu o discuție generală, de introducere și cunoaștere, însă după câteva minute interlocutorul meu a scos de sub birou un document printat în care erau descrise situațiile financiare ale companiei X în ultimii 3 ani – Activ, Pasiv și Contul de Profit și Pierdere. Directorul respectiv m-a informat că vom juca un joc, în care el este reprezentantul unei societăți comerciale din domeniul construcțiilor, care mi se adresează pentru accesarea unei Linii de credit în valoare de 5 milioane de EURO. Aveam 15 minute la dispoziție pentru a decide dacă îi acord sau nu Linia și dacă nu, trebuia să motivez de ce, întrucât urma să fiu „reclamat” la conducerea Departamentului pentru lipsă de profesionalism! Între timp devenisem destul de bun în analiza financiară a solicitărilor de leasing/credit de investiții, însă eram complet descoperit în fața unei solicitări de credit pentru capital de lucru, mai ales de o sumă atât de mare. Recunosc, nu am fost mulțumit de acel interviu, jocul de rol a fost incomod, întrucât „clientul meu” a devenit agresiv, cerând 7 milioane de EUR atunci când i-am oferit 5, însă am primit postul în cele din urmă.

Universitățile economice și masterele făcute în grabă imediat după absolvire nu pregătesc de regulă studenții pentru astfel de situații, fiecare se descurcă pe cont propriu în viața reală și își exploatează propria șansă. Adevărul este de obicei la mijloc, oscilând între lipsa de experiență practică a profesorilor și conferențiarilor, care levitează în lumea unor concepte teoretice și definiții abstracte și înclinația arhetipală aș putea spune a studenților spre neatenție și distracție.

În plus, domeniul economic are și un mare neajuns – atrage spre el foarte mulți indivizi fără nicio înclinație sau interes/pasiune, fără spirit antreprenorial, dornici doar de a absolvi un domeniu oarecare, în care remunerația este peste medie. Dacă în medicină, religie, arhitectură, matematică, filologie, electronică, alegerea carierei viitoare se face pornind de la pasiunea proaspăt descoperită a liceanului de a aprofunda un domeniu ce îl atrage irezistibil, de multe ori științele economice atrag foarte mulți „impostori”, tineri ce nu și-au conturat încă o personalitate sau mai rău, tineri influențabili, trimiși de familie să studieze ceva, indiferent ce. În cariera mea în domeniul financiar-bancar nu am întâlnit nimic mai trist decât diverși colegi, resemnați în fața unor laptop-uri, așteptând sfârșitul programului, neînțelegând ce caută acolo. Nu numai că aceștia au o viață nefericită, o eternă Vale a Plângerii, însă

pasivitatea lor și lipsa de pasiune le răpește orice șansă de a fi remarcați și promovați, și de cele mai multe ori ajung să fie retrogradați sau concediați pentru lipsă de performanță.

Acestora – aflați deja în situația descrisă – le recomand **schimbarea** de urgență a domeniului de activitate, cât nu este prea târziu! Celor pe cale să înfăptuiască greșeala de a urma o carieră într-un domeniu față de care nu au nicio pasiune, opriți-vă cât mai puteți! Vă salvați și voi, dar și instituțiile financiare de la o potențială relație cu sfârșit regretabil. Lumea financiar-bancară, a finanțelor, se poate dovedi extrem de plictisitoare și aridă dacă nu aveți nicio înclinație pentru ea! Tot la fel cum se poate dovedi un domeniu minunat, seducător și ușor pentru cei care își descoperă pasiunea pentru cifre, logică, analiză de proiecte complexe de finanțare și mai ales dorința de a ajuta! NIMIC nu se construiește în această lume fără o finanțare în spate, iar dacă arhitectul, medicul etc. au satisfacția proiectării unei clădiri sau salvării unei vieți, finanțistul are și el satisfacția finalizării cu succes a unei fabrici, a unei linii de producție, a unui pod sau de ce nu, a unui spital performant.

Materialul ce urmează descrie pe larg în primele 3 capitole noțiunile de Activ, Pasiv și Cont de profit și pierdere ale unei societăți comerciale, prezentând noțiunile cu caracter universal de avere, datorii, venit și cheltuieli. Urmează interpretarea acestora de o manieră critică, analiza lor în raport cu tipul activității desfășurate, precum și prezentarea principalelor echilibre și dezechilibre economice, ce pot afecta iremediabil activitatea unei companii. Am prezentat multiple exemple practice din diferite domenii economice, pentru a înțelege modul în care un analist financiar analizează un proiect de finanțare și decide dacă este aprobat sau respins.

În partea a II-a a cărții, am prezentat principalele produse financiar-bancare existente în piață, când și cum se folosesc acestea de către companii și mai ales cum se analizează și se aprobă de către o instituție financiar bancară. Aș zice că acest ghid este foarte folositor antreprenorilor și agenților economici, aflați într-o permanentă simbioză cu instituțiile de credit. Este foarte important pentru aceștia să înțeleagă modul în care aceste instituții le analizează solicitarea de credit, dosarul, povestea și planul de afaceri, de ce li se pun anumite întrebări și condiții de aprobare și mai ales de ce li se respinge solicitarea. De ce unele bănci acceptă, iar altele resping?

Cartea este folositoare și Managerilor de vânzări în domeniul financiar-bancar. Din propria experiență știu că – deși aceștia stăpânesc destul de bine produsele financiare pe care le oferă clienților – de cele mai multe ori nu au nicio idee cu

privire la interpretarea situațiilor financiare ale clientului cu care se află în negocieri, și mai grav, nu știu să interpreteze explicațiile pe care respectivul client i le împărtășește cu bună-credință. În acest caz, acești manageri sfârșesc prin a „arunca” efectiv în Back-Office toate hârtiile copiate pe care le pot obține și toate emailurile primite de la client, în speranța că un analist le va pune cap la cap și va pricepe ce se întâmplă. Greșit! Nu numai că procedând astfel nu își sprijină clientul în obținerea finanțării, însă îi periclitizează astfel șansele de aprobare! Dacă și analistul este la început de carieră, sau dezinteresat și/sau nemotivat, atunci decizia va căpăta un caracter arbitrar, fără legătură cu dosarul de credit.

Un bun finanțist corporate este în fapt un generalist, cunoaște mai mult sau mai puțin din fiecare domeniu de activitate. Este și un bun psiholog, întrucât trebuie să își dea seama dacă persoana care îi prezintă un proiect de investiții sau care îi cere o finanțare minte sau nu. Este un bun antreprenor, întrucât alături de beneficiarul investiției analizează oportunitatea lansării unui proiect sau deschiderii unei noi afaceri în contextul socio-economic respectiv. Este un bun analist întrucât trebuie să fie capabil să analizeze critic și să tempereze optimismul inerent al antreprenorului entuziast, care ar dori să încerce în permanență ceva nou. El este un bun cunoscător al economiei, locale și internaționale, a mediului politic întrucât oricând pot interveni factori externi finanțării în sine, care să pună în pericol și să distrugă un proiect de altfel bine implementat. El este un om cu o mare experiență în domeniu pentru că trebuie să compare proiectul asupra căruia urmează să se pronunțe, cu multe alte proiecte similare din trecut și trebuie să consilieze antreprenorul, explicându-i în detaliu problemele cu care alte afaceri similare s-au confruntat. Nu în ultimul rând, el trebuie să fie un om logic și cu bun simț întrucât dincolo de ținte de buget sau de vânzări, dincolo de formule, indicatori sau studii de piață, atunci când acordă un credit trebuie întotdeauna să-și pună întrebarea: „dacă în situația dată ar trebui să acord împrumutul din banii mei personali, aș face-o sau nu?” Dacă răspunsul este nu, credeți-mă, respingeți proiectul, șansele sunt enorme de a pierde toți banii împrumutați. Dacă însă răspunsul este da, atunci susțineți-vă și argumentați-vă ideile în fața oricărui Comitet de Credit sau Director Risk, deoarece aveți mari șanse ca acel proiect să fie un succes, la care ați contribuit personal.

Vreau să fac precizarea de la bun început că toate exemplele practice din această carte au un scop pur didactic; orice asemănare cu realitatea este pur întâmplătoare și neintenționată!

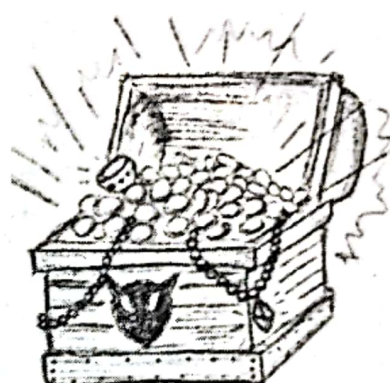
În final, vă doresc o lectură frumoasă și mai ales instructivă! La finalul acestei cărți veți deveni un analist financiar destul de bun, capabil să purtați o discuție decentă cu orice profesionist în domeniu. Veți deveni un antreprenor mai bun, capabil de a dezvolta și finanța cu succes proiecte noi, sau veți deveni un manager de vânzări eficace, cu o rată foarte ridicată de succes la negocieri.



CAPITOLUL I

AVEREA (ACTIVUL)

Din cele mai vechi timpuri cunoscute și până în prezent, oamenii au luptat pentru a dobândi. Motivația din spatele aceste voințe poate fi extrem de diferită, de la dorința de a avea hrană, dorința de a demonstra succesul, mergând până la vanitatea de a asocia succesul cu averea.



Averea poate îmbrăca forme multiple și are un caracter relativ, funcție de subiectul care o analizează. De aceea poate constitui o avere sufletească pentru cineva bradul sădit în grădină în ziua nașterii primului copil, iar pentru vecinul său doar o sursă nedorită de umbră. Averea unui fermier o poate constitui tractorul în care și-a investit toate economiile, însă pentru un corporatist bine plătit dintr-un mare oraș el nu va valora niciodată mai mult decât greutatea lui în fier sau costul de oportunitate al vânzării lui forțate, în regim de urgență.

Eu cred și susțin această **voință a omului de a-și dobândi averea**, care îi însoțește întreaga existență, încă de la primii pași (ați observat copiii cum își împart jucăriile și cum își marchează zonele de influență?!). Această forță vitală care pune în mișcare corpul omenesc și îl scoate din zona de confort și pasivitate, determinându-l să acționeze într-un mod în care chiar și individului i se pare de necrezut, este ceea ce pune economia în mișcare, este motorul din spatele progresului.

Desigur, există școala antică a stoicismului, există abordarea vieții ca suferință în filosofia budistă sau scrierile lui Arthur Schopenhauer, însă acestea nu oferă întotdeauna o mângâiere pentru omul aflat în căutarea sensului vieții, întrucât neagă existența unui creator final al universului și îndeamnă doar la liniște, izolare, contemplare, purificare și așteptarea cu demnitate a sfârșitului. Toate acestea sunt îndemnuri aflate de altfel în deplină opoziție cu natura umană!

Aș mai face aici doar o scurtă paranteză sau observație, legată de acest subiect. Prințul Siddhartha – cel care va deveni cunoscut mai târziu drept Buddha, Iluminatul – s-a născut și a crescut într-un palat, ca fiu al unui rege de importanță locală. S-a bucurat de toate plăcerile posibile, derivate din averea și puterea deținută, a fost căsătorit și a avut un fiu. După care, în jurul vârstei de 30 ani a renunțat la tot, abordând o viață de ascet itinerant. Arthur Schopenhauer, promotor

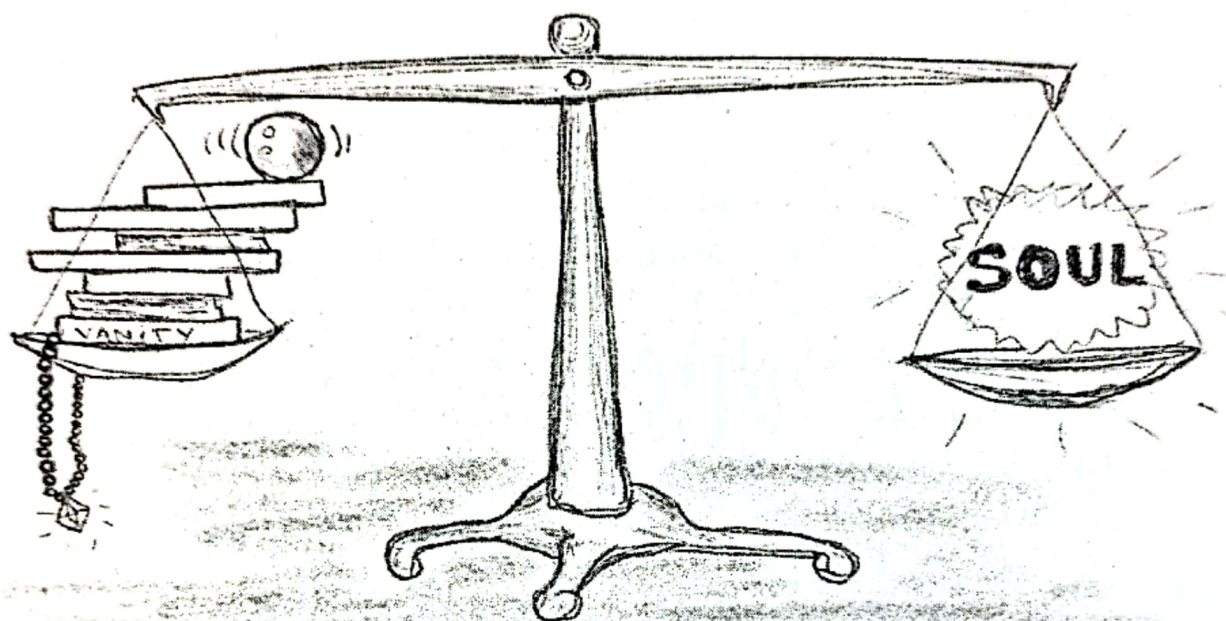
și el al vieții ca suferință, nu a fost nevoit să lucreze formal aproape întreaga sa viață, el provenind dintr-o familie înstărită. Sunt doar două exemple (există multe altele), care demonstrează faptul că de cele mai multe ori în lumea modernă, melancolia și tristețea, dorința de a renunța la tot și toate, depresia socială și metafizică apar în societatea avută, indivizi care au avut sau primit tot ce și-au dorit vreodată, fără să lupte pentru aceasta, fără muncă, devenind inutili pentru societate și poate pentru ei înșiși. Să ne îndreptăm acum atenția spre mediul rural, acolo unde încă din copilărie individul înțelege că și cel mai lipsit de valoare obiect a fost obținut în condiții grele de muncă, iar achiziția acestuia a fost rezultatul a multiple analize de cost de oportunitate din partea familiei. Ce forță vitală, ce voință are un individ crescut în aceste condiții, ce sacrificii este dispus să facă pentru a deveni ca individ, sau pentru a-și acumula averea materială sau spirituală?! Ar accepta cu ușurință un asemenea individ să renunțe la tot și toate și să se întoarcă la starea inițială, la lipsuri și sărăcie? Greu de crezut. Pentru că în sărăcie rareori există o bogată trăire spirituală, aceasta fiind ștearsă, anihilată de grija zilei de mâine.

La extrema cealaltă, se află desigur indivizii obsedați atât de mult de a deține bunuri sau putere, încât sfârșesc prin a se identifica complet cu acestea, pierzându-și complet Sinele și devenind ei înșiși niște obiecte fără valoare umană. Se întâmplă, vedem în jurul nostru asemenea exemple patologice – și chiar dacă poartă costume costisitoare sau dețin funcții impresionante – asta nu îi face mai puțin periculoși pentru cei din jur. În spatele acestor caractere există de obicei personalități slabe, simpliste, traumatizate, cărora viața le-a dat șansa evoluției pe scara socială cu mult peste potențialul lor limitat.

Tocmai de aceea, putem noi oare condamna și înfiera faptul că lumea modernă și-a simplificat definiția averii personale sau a devenirii spirituale la – de exemplu – deținerea ultimei generații de iPhone? Și acela pe datorie, finanțat pe 1-2 ani de operatorul de telefonie, cu plata în rate? Că noțiunea în sine de „avere” înseamnă pentru tot mai mulți oameni deținerea unor active de natură casnică, cu o durată maximă de viață de 2-3 ani?

Parțial, da, întrucât omul modern are posibilitatea de a alege către ce își îndreaptă focusul interior. Da, poate să își concentreze întreaga atenție asupra unui mix de obiecte (mobiliier Ikea, tablete, televizoare ultra-plate, hamburgeri McDonalds), activități repetitive și automate, determinate de mersul zilnic „la serviciu”, sau poate să încerce să își dezvolte continuu personalitatea și Sinele interior, să descopere cât mai mult din tot ceea ce înseamnă timpul și spațiul, istoria omenirii și a religiilor, filosofia sau arta. Și nu mă refer aici la cărțile de pseudo-dezvoltare personală care însoțesc inexpugnabil lumea corporatistă aflată în lipsă permanentă de timp, ci la o cultură temeinică și solid construită, ca și cheie a

educației forței spirituale și a voinței cu care suntem înzestrați din naștere. Averea materială neînsoțită de o avere spirituală proporțională, determină derapaje puternice ale personalității, creând monstruoziții nu doar periculoase pentru subiecții în sine, ci și pentru cei din jur.



Să luăm exemplul unui individ complet lipsit de cultură și chiar și de inteligență, care însă fie moștenește o avere considerabilă, fie o generează, dintr-o întâmplare, cum ar fi din cumpărarea și vânzarea de terenuri într-o perioadă de creștere agresivă a prețurilor acestora. Credeți că acel om își va vedea liniștit și anonim de viață, cheltuindu-și averea într-un cerc restrâns de prieteni și cunoscuți? Nimic mai fals! Acest om își va asocia imediat o dimensiune spirituală și intelectuală cel puțin la nivelul averii pe care o deține, va afișa o imagine publică a opulenței combinată cu pseudo-învățăături și povețe pentru cei mai puțin norocoși, mimând în mod grotesc imaginea publică a unui mic rege sau guru spiritual, trimis al Creatorului pe Pământ. Am cunoscut asemenea oameni în perioade de creștere agresivă a economiei și credeți-mă, nu ați vrea să fi asistat alături de mine la prăbușirea lor, când nu înțelegeau nimic din ce li se întâmplă și rupeau disperați și deznădăjduiți hârtiile prin care Banca încerca să le mai dea o nouă șansă prin restructurarea creditelor în sold...

Revenind acum la domeniul economic, știința economică a primit sarcină dificilă de a clasifica și standardiza modul în care averea este interpretată și descrisă pentru toate categoriile de indivizi și companii, pentru a ușura analiza și interpretarea acesteia, rapid, de către fiecare observator sau analist. Procedând astfel, un analist financiar poate înțelege și emite opinii aproape imediat cu privire la averea oricărei companii, indiferent de domeniul de activitate, de la agricultură și comerț, la industrie și servicii. În contabilitate, noțiunea de avere a primit denumirea de **ACTIV**, devenind o componentă a bilanțului întreprinderilor.

Componentele principale ale **Activului** conform definiției contabile sunt:

- **Activul Imobilizat**, respectiv averea a cărei durată de viață este mai mare de 12 luni;
- **Activul Circulant**, respectiv averea perisabilă, a cărei durată de viață este prevăzută a nu depăși 12 luni de la momentul intrării în patrimoniu.
- **Conturile de regularizare și asimilate.**

1.1. ACTIVUL IMOBILIZAT

Activul imobilizat conține totalitatea brevetelor, licențelor, mărcilor, terenurilor, clădirilor, a echipamentelor și mijloacelor de transport (vehicule), a participațiilor la capital și a creanțelor imobilizate pe care le deține o companie.

Pe scurt, componentele activului imobilizat reprezintă mijloacele prin care compania realizează plus valoarea, profitul, reușind să producă bunurile și serviciile care o diferențiază în piață.

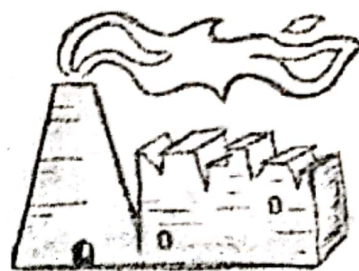
Avem 3 categorii principale de Imobilizări:

- **Imobilizări necorporale/intangibile** (cheltuieli de constituire, concesiune, brevete, licențe, mărci);
- **Imobilizări corporale** (terenuri, clădiri, mijloace de producție și transport)
- **Imobilizări financiare** (titluri de valoare, participații la capitalul unor societăți, creanțe imobilizate etc.)

Întrucât această carte nu se dorește a fi un alt volum didactic de contabilitate, vom trece mai jos la prezentarea principalelor categorii de Imobilizări, întâlnite cel mai frecvent în practica financiară.

1.1.1. Terenurile și clădirile

Prin simpla lor denumire, vă este absolut clar că aici vorbim de „avere” în sensul strict și propriu al cuvântului. Indiferent de domeniul de activitate, concepția generală este că a deține în proprietate aceste obiecte se traduce inexorabil în a fi un om sau o companie avut(ă). Numai că în practica economică lucrurile nu stau tocmai așa. Sunt puține domeniile de activitate în care deținerea de terenuri și clădiri aduce realmente o plus valoare pentru companie și acestea nu sunt de fapt o povară. Contra-intuitiv, nu-i așa?



Răspunsul este următorul: această categorie de active este extrem de costisitoare (este foarte scumpă achiziția, deținerea și mentenanța) și nu produce, în marea majoritate a cazurilor, niciun venit. De cele mai multe ori, întreaga companie se spetește cu munca pentru a plăti achiziția lor, pentru a rambursa creditele ce au fost contractate pentru a le cumpăra.

! Exemplul 1 (AȘA NU!).

Să luăm de exemplu cazul unei companii de transporturi rutiere de mărfuri, interne și internaționale. Această companie folosește o flotă de 100 camioane grele de marfă, aflate în perpetuă mișcare. Gradul de uzură al acestora să presupunem că este de 50%, respectiv 3,5 ani vechime în medie. Să considerăm că fiecare camion produce în medie pe lună un profit brut de 1000 EURO, respectiv 100.000 EUR profit brut lunar pentru întreaga flotă, sau 1,2 MEUR anual. Pentru ușurința exemplului, ne asumăm că aceste camioane sunt proprietatea firmei, nu au nicio formă de finanțare financiar-bancară.

Acționarii societății decid să achiziționeze un centru comercial aflat la vânzare în lichidare pe piață, un chilipir, pentru prețul excepțional de 3,6 MEUR (construcția lui a costat 6 MEUR, este o ocazie unică!), plătit cash, la momentul tranzacționării. Pentru aceasta, firma contractează un împrumut bancar pe 3 ani, cu o rată anuală de principal de 1,2 MEUR + dobândă. Banca pune ipotecă pe acest spațiu comercial.

Ajută acest spațiu comercial afacerea de bază a companiei, aceea de transporturi? Categorie NU! Nu numai că nu are nicio legătură cu obiectul de activitate, însă întregul profit al companiei, respectiv 1,2 MEUR pe an va fi folosit la achitarea ratelor bancare. La finalul celor 3 ani, compania va avea o flotă de camioane îmbătrânită, cu o medie de 6,5-7 ani vechime, în prag de casare, care necesită reparații constante și implicit cheltuieli neprevăzute.

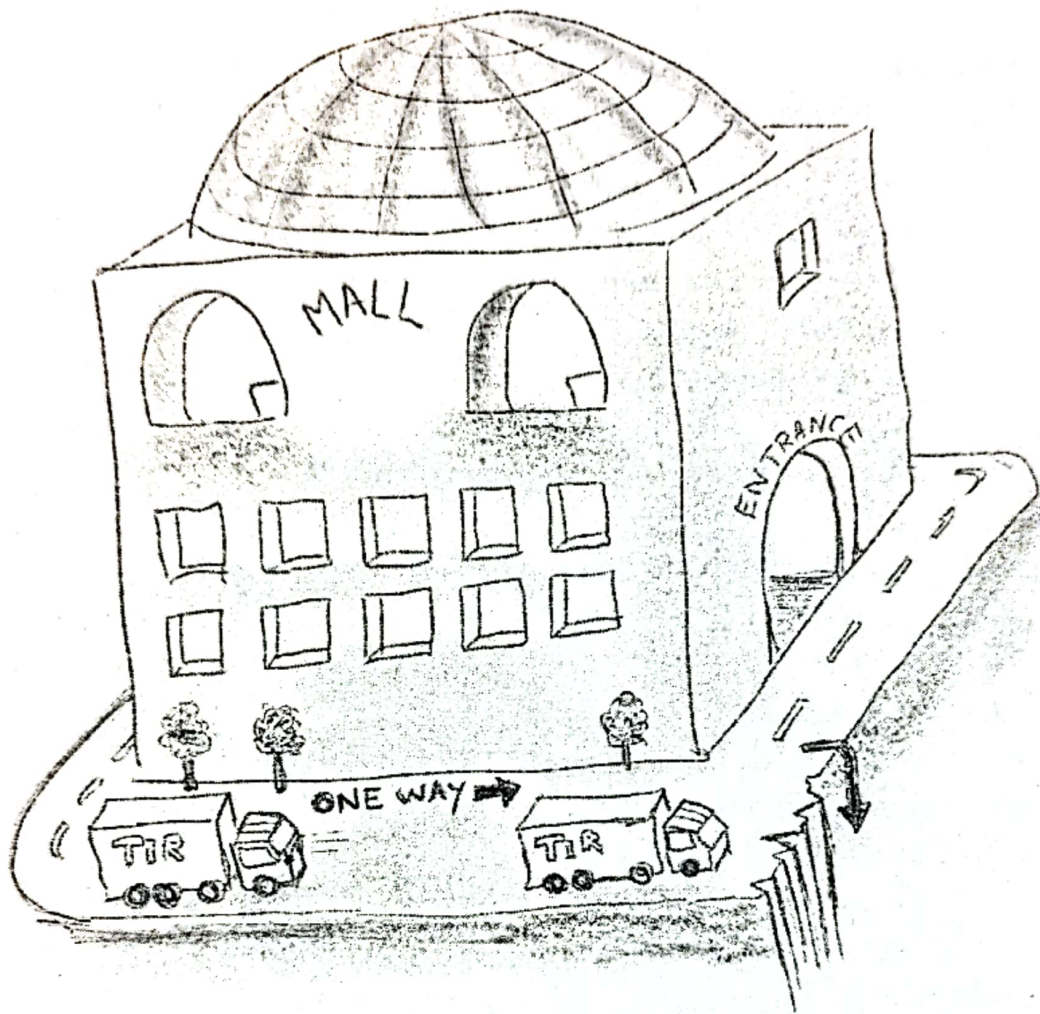
Consecințe:

1. Firma începe să-și piardă clienții tradiționali. În lumea modernă, în care companiile produc „Just in Time”, ele solicită furnizorilor și respectiv transportatorilor să livreze materiile prime la termene fixe, în ziua și ora stabilite, orice întârziere fiind penalizată financiar, mergând până la anularea contractului de transport. Transportatorul nostru are defecțiuni tot mai dese la o parte importantă din flotă și implicit întârzieri mari la livrare. Clienții îl notifică asupra terminării colaborării, iar Cifra de afaceri are de suferit.

2. Firma solicită imediat la un credit de investiții sau leasing, pentru reînnoirea flotei, însă fie i se aprobă prudențial 3-4 camioane, fie este respins. De ce, se întreabă acționarii consternați, având în vedere istoricul firmei și patrimoniul, averea de care dispun? Din două motive: Cifra de Afaceri este în declin, urmare a pierderii unor relații comerciale, a scăderii prețului pe kilometru perceput (clientul nu poate avea pretenții la negocieri, acceptă orice comandă, întrucât nu știe dacă își va putea onora termenele), lista contractelor ferme de transport este în scădere dramatică, în timp ce flota de camioane este complet îmbătrânită. Această companie pare să se îndrepte către insolvență și nimeni nu dorește să riște să-și piardă banii în acest moment, finanțând-o.

3. Acum acționarii sunt furioși, pentru că rareori antreprenorii acceptă faptul că au luat o decizie strategică greșită și își învinuiesc partenerii de afaceri, finanțatorii limitați, șoferii care le strică vehiculele, manevrându-le necorespunzător. Dacă încă mai cred în revirimentul companiei, acesta este momentul în care își aduc economiile de acasă și le injectează în companie pentru a susține activitatea. Lăudabil, însă de multe ori, aceste sume doar prelungesc agonia câteva luni.

4. Ajunși la fundul sacului, acționarii se hotărăsc să vândă spațiul comercial și să salveze afacerea de transporturi. Numai că deja mediul de afaceri a aflat situația în care compania se află, iar ofertele de cumpărare a spațiului se situează undeva la 1-1,5 MEUR maxim, sub 50% din prețul achitat inițial. Acționarii sunt devastați, ei știu sigur că această clădire valorează peste 4 MEUR. În final, pentru a se proteja de creditori și furnizori neplătiți, societatea își declară insolvența. Un Administrator Judiciar este numit pentru a gestiona ce se mai poate. În lipsa unor oferte mai bune, spațiul comercial este vândut la licitație cu 1,5 MEUR, din care se rambursează parțial creditul bancar. Afacerea este falimentată, toate părțile implicate având de pierdut.



Paranteză: putea fi abordată altfel aceasta achiziție? Răspunsul este DA. Regula de aur în afaceri, nicidecum nu amesteca mai multe activități diferite în aceeași companie. Va fi aproape imposibil să le monitorizezi și să le gestionezi pentru a produce profit, sfârșind ca o activitate profitabilă să ducă în spate alte 2-3 activități aflate pe pierdere. Într-o firmă de tip conglomerat de activități, se încurajează delapidarea, furtul de către anumiți angajați, întrucât aceștia vor afla curând că antreprenorul nu poate urmări tot ce se întâmplă în același timp.

Atât din punctul de vedere al antreprenorului, cât și din punctul de vedere al finanțatorului, pentru achiziția spațiului comercial ar fi trebuit creată o societate comercială nouă, un SPV (Special Purpose Vehicle), care să aibă ca misiune unică această achiziție. După obținerea aprobării creditului, această societate se va organiza ca un Centru de profit, gestionând cu atenție spațiul comercial, cu o structură de management dedicată, astfel încât nu numai să își poată rambursa creditul din profitul operațional obținut, ci și să-și remunereze și acționarii.



Exemplul 2 (Așa DA!)

Avem o afacere de familie, o companie cu răspundere limitată ce produce accesorii metalice de mobilier pentru o duzină de clienți de talie medie. Producția este amenajată într-o hală metalică în suprafață de 1.000 m², în care muncesc 40 salariați. Terenul pe care este amplasată clădirea este în suprafață de 6.000 m², toate aceste active fiind în proprietatea societății, libere de sarcini.

Societatea câștigă licitația pentru livrarea de accesorii mobilier pentru doi clienți de talie mare, contracte de livrări pe 3 ani. Noile contracte vor însemna în fapt dublarea Cifrei de afaceri, a vânzărilor, în condițiile menținerii ratei profitabilității.

Acționarii decid că pentru onorarea acestor contracte va fi nevoie de dublarea numărului de salariați, însă aceștia vor trebui să lucreze într-un nou spațiu de producție. Fiind deja proprietarii unui teren de suprafață mare, acționarii se hotărăsc să construiască o hală metalică nouă de 1.000 m², aflată în imediata apropiere a celei existente. Costul de construcție al halei este de 300.000 EUR, din care societate suportă 50.000 EUR din surse proprii, iar diferența de 250.000 EUR va fi contractată de la o instituție financiară, printr-un credit de investiții sau leasing pe 5 ani.

Consecințe:

1. Noua hală de producție este finalizată. Noi utilaje de producție sunt achiziționate în leasing pe 5 ani. În total, societatea are de plătit anual o rată de principal de 100.000 EUR la instituțiile de credit.

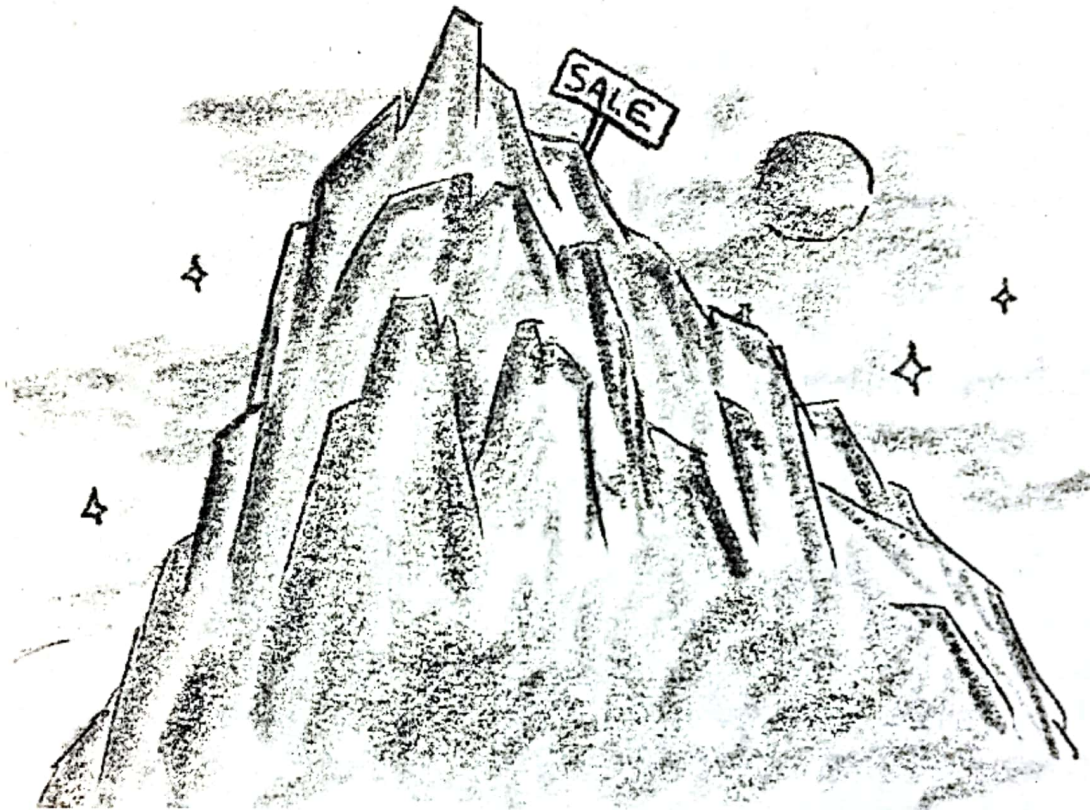
2. Profitul operațional generat de noile contracte, respectiv de noua capacitate de producție este de 300.000 EUR, ceea ce face ca societatea să se îmbogățească, să se dezvolte.

3. Societatea are rezervă de capacitate substanțială, ceea ce îi permite să contracteze noi comenzi, să livreze rapid și de bună calitate (utilaje de producție noi).

În exemplele de mai sus am arătat că simplul fapt de a deține un activ imobilizat de natura unui teren sau a unei clădiri nu este automat o cheie a succesului. Nu înseamnă nici că le vei putea vinde și să îți recuperezi prețul plătit, pentru că vânzarea în regim de urgență rareori primește prețul cerut.

Am întâlnit și am colaborat o perioadă cu o companie din domeniul distribuției de produse din tutun, al cărei acționar a început în 4-5 ani succesiv să cheltuie cu

mult peste profitul operațional generat: mașini de lux, investiții într-un nou sediu social etc. Cifra de afaceri a companiei era în creștere, societatea era declarată pe profit – prin neînregistrarea corectă a cheltuielilor cu amortizarea, la suprafață activitatea părea că se desfășoară normal. Lucrurile s-au deteriorat, iar acționarul și-a început pelerinajul pe la diferiții finanțatori bancari, spunându-le acestora să stea liniștiți, totul se va rezolva, întrucât și-a pus în vânzare muntele de ardezie.



Într-adevăr, în bilanțul societății figura cu o sumă modestă, sub 200.000 EUR, o proprietate pe care clientul o evalua la peste 11 MEUR, datorită potențialei cariere de ardezie ce s-ar fi putut realiza acolo. Pe scurt, muntele de ardezie nu și-a găsit niciodată cumpărător, iar finanțatorii s-au retras cât de repede au putut ca să-și limiteze pierderile. Atunci când semnele declinului devin evidente, nu mai trebuie pierdut niciun moment. Știu, e condamnable, însă dacă ar fi banii Dumneavoastră ați proceda oare altfel?

Domeniile de activitate în care se recomandă deținerea de terenuri și clădiri și tipul acestor active:

1. Agricultură: terenuri arabile. Acesta este exemplul suprem! A deține pământ în acest domeniu este cheia succesului. Nu numai că orice hectar de pământ adăugat

la suprafața cultivată duce la optimizarea activității, a cifrei de afaceri și a profitului, însă întrucât acest domeniu este relativ neafectat de ciclurile economice, vânzarea terenului agricol în regim de urgență generează de regulă prețul scontat. Întotdeauna se va găsi un fermier din vecinătate dornic să își mărească suprafața, pentru care va fi dispus să plătească prețul cerut.

2. Producție industrială și/sau alimentară: spații de producție, hale industriale, fabrici. Nu este ieșit din comun pentru un analist financiar să descopere în Activul unei companii de producție faptul că 30% din acesta este reprezentat de terenuri și hale industriale. Cât timp compania continuă să genereze plus valoare, să își diversifice gama de produse și să inoveze în permanență, atunci aceste spații vor fi utilizate. În momentul în care pentru o astfel de societate devine evident faptul că o parte din spații este inutilă, ca urmare a scăderii comenzilor, aceasta trebuie închiriată sau vândută.

3. Transporturi: centru logistic. Rațional pentru o companie de transporturi este să își înceapă activitatea într-un spațiu închiriat. Compania are nevoie de o suprafață mai mare de teren asfaltat aflat în apropierea unei artere principale, de un mic spațiu de birouri pentru dispecerat și serviciul contabilitate și de un mic depozit de marfă. Toate acestea pot fi găsite destul de ușor pe piață și la un preț decent al chiriei lunare. De obicei încurajez și recomand să se rămână la acest nivel, mai ales în cazul în care compania de transporturi acționează în transport internațional, unde camioanele ajung foarte rar la sediu. Însă, în situația în care compania depășește o anumită talie și intră în categoria Corporate, cu o Cifra de afaceri de peste 20-25 milioane EUR anual, atunci volumul operațiunilor logistice poate necesita un spațiu personalizat, construit și adaptat specificului activității și al mărfurilor transportate. Am cunoscut astfel de companii care începuseră afacerea în zona limitrofă orașului, însă în câțiva ani nu numai că au crescut foarte mult, însă au fost înglobați în oraș datorită expansiunii demografice și noilor construcții civile. Compania nu putea circula cu camioane grele în noile zone rezidențiale create. În acest moment se impune urgent relocarea, fie prin închirierea unui spațiu în afara orașului, fie prin construcția lui. Chiar și în acest ultim caz, am recomandat menținerea unui nivel rezonabil al bugetului de investiții arondat noului Centru logistic, tocmai pentru a nu perturba activitatea principală, de a o îndatora excesiv, ca în primul exemplu de mai sus.

4. Companii având ca activitate principală închirierea de spații comerciale și industriale. Deși vorbim de companii de nișă, trebuie să le menționăm și pe

acestea. Aceste companii au un succes oarecare în condiții de creștere economică, deoarece prețul chiriei pe m² este ridicat și în creștere. În criză economică însă, gradul de ocupare a spațiilor scade dramatic, prețul chiriei este minim și mai rău, valoarea clădirilor și terenurilor este la pământ. În criză economică, proprietarul unui asemenea business este prins între ciocan și nicovală: este pe de o parte la dispoziția clienților, care îl anunță frecvent că se mută dacă nu scade chiria, și pe de altă parte nu poate vinde din active, întrucât acestea nu au valoare. Iar, dacă există și un credit de finanțare a acestor active, a cărui rambursare înghite tot profitul operațional, sau chiar și mai mult, dezastrul este asigurat, proprietarul doar gestionează aceste active în numele băncii. De aceea, în acest domeniu recomand prudență în investiții și o sursă proprie de finanțare consistentă: minim 50% din valoarea clădirilor ar trebui să fie plătite de către proprietar, iar creditul bancar să nu reprezinte mai mult de diferența de 50%.

5. Hoteluri, pensiuni, spații de agreement. Este oarecum evident că Activul unei societăți comerciale dintr-un astfel de domeniu să fie compus în proporție de peste 80-90% din valoarea hotelului deținut.

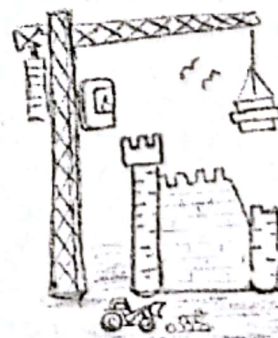
Nu este indicat și nu are sens deținerea de terenuri și clădiri de valoare semnificativă în activitățile de **comerț și distribuție**. Pentru acest domeniu se recomandă spațiile închiriate, care asigură mobilitate și flexibilitate, compania se poate reloca frecvent, urmând vadul comercial. În plus, comerțul este o activitate care are prin definiție o marjă, un adaos comercial mai mic, comparativ cu activitățile productive. Nu are nici un sens ca această marjă să fie cheltuită pentru achiziția unei clădiri, mai ales că aceasta nu aduce afacerii nicio plus valoare. Voi insista și detalia activitățile de comerț și finanțarea lor într-un capitol special.

1.1.2. Imobilizările în curs

Vom discuta în continuare despre un aspect din activitatea companiei care face deliciul analiștilor financiari, care generează nenumărate întrebări în cazul unui dosar de credit și anume Imobilizările corporale în curs.

Sunt multe situații în care regăsim valori semnificative ale acestui cont:

- Compania dezvoltă un proiect de investiții care, funcție de domeniul de activitate, poate consta în: spațiu de producție, hotel, proiect imobiliar etc.;



- Valoarea acestui cont trebuie urmărită în istoric, pe o perioadă de 2-3 ani, pentru a vedea câți bani a investit compania în fiecare an în proiectul respectiv. Dacă se constată că valoarea e relativ constantă, este un semn că proiectul a intrat în conservare, fie pentru că societatea nu a mai avut resursele necesare finalizării, fie pentru că în noul context economic investiția nu mai are sens; acest lucru induce riscul deteriorării investiției respective;

- În puține cazuri, însă existente, proiectul de investiții este finalizat, dar nu i s-a făcut recepția finală pentru că societatea nu dorește să înceapă să plătească impozite pe noile active. La o vizită efectuată la client, finanțatorul va aprecia dacă proiectul este sau nu funcțional, dacă produce venituri pentru companie, sau este menținut artificial în contul de Imobilizări în curs.

În toate situațiile este bine să insistați și să aflați toate detaliile despre sumele înregistrate la această rubrică bilanțieră. Un proiect fără sens economic care absoarbe în schimb fonduri importante din companie sau un proiect bun, dar pentru care nu mai există fonduri pentru finalizare, ridică semne de întrebare pentru persoana care decide dacă se acordă sau nu un credit, indiferent de natura acestui credit.

În practică, în marea majoritate a cazurilor, companiile solicită un credit de capital de lucru/linie de credit, întrucât resimt lipsa fondurilor necesare desfășurării activității curente. Nu toate însă realizează că această lipsă de fonduri pe care o resimt este de fapt rezultatul unui proiect de investiții început și nefinalizat, neproductiv, care a dezechilibrat major compania. Soluția corectă în acest caz, pe care finanțatorul trebuie să o abordeze cu clientul, este de a se acorda un credit de investiții pentru finanțarea/refinanțarea parțială a proiectului, astfel încât acesta să fie finalizat și productiv.

Exemplu

Societatea comercială „Quick Spedition”, având ca obiect de activitate transporturi internaționale de mărfuri, are o Cifră de afaceri anuală de 10 MEUR și un Profit Net de 500.000 EUR. Activul imobilizat al companiei constă într-o flotă de 100 camioane grele (5 MEUR) și un teren în zona rezidențială limitrofă unui oraș.

Acționarii societății, observând evoluția extrem de favorabilă a prețurilor din zona construcțiilor rezidențiale, decid construirea unui cartier de vile destinate vânzării. Terenul îl au deja în proprietate, vilele se vor vinde repede, uneori în avans, înainte de finalizare. Proiectul pare a fi simplu de implementat.

Estimând un cost al construcției pe locuință de 100.000 EUR (400 EUR/mp; 250 mp suprafața fiecărui imobil) și un număr de 30 de locuințe, costul total al proiectului este de 3 MEUR.

Compania începe proiectul din surse proprii, fără credit bancar, sperând să vândă pe parcurs locuințele din faza de proiect sau stadiu incipient. La început totul pare să decurgă bine, potențialii cumpărători sunt interesați, tocmai de aceea acționarii se lăcomesc și plusează, opresc vânzările de locuințe sperând că prețul să crească și mai mult, mai ales dacă vilele se apropie de stadiul de finisaje interioare.

După 2 ani de zile, proiectul este finalizat în proporție de 50%, moment în care criza financiară lovește; cererea de locuințe dispare subit, prețurile de vânzare sunt la pământ. Compania simte că nu mai are bani nici pentru achiziția de combustibil pentru deservirea flotei și aplică la bancă pentru un credit de capital de lucru.

Ce descoperă analistul financiar la o scurtă privire aruncată în bilanț?

Imobilizări corporale în curs în valoare de 1,5 MEUR, în activul societății, și datorii neplătite la diverși furnizori de peste 1 MEUR, în unele cazuri mai vechi de 6 luni. Compania este complet dezechilibrată, riscând insolvența, în cazul în care un furnizor furios, sătul să mai aștepte, face o cerere în instanță. Din păcate, în acest moment este riscant și pentru finanțator să intre în joc, și cel mai probabil răspunsul va fi negativ. Singura soluție pentru companie este să vândă imediat parțial sau integral proiectul, în stadiul în care se găsește. Va marca o pierdere substanțială, însă va mai avea o șansă să supraviețuiască.

Cu toate că acționarii vor învinui finanțatorul, care este de negăsit tocmai când compania are nevoie de bani, este evident că dezastrul a fost provocat de lăcomia de care aceștia au dat dovadă: pe de o parte prin amploarea proiectului cu mult peste potențialul companiei și pe de altă parte, prin neasigurarea de la bun început a surselor de finanțare pentru finalizarea în bune condiții.

1.1.3. Echipamentele și Mijloacele de transport

Indiferent de tipul activității, opinia generală percepe deținerea de echipamente și vehicule ca fiind un lucru bun, o plus valoare pentru companie. Nu așa de bun ca deținerea de clădiri, firește (sic!), deoarece aceste bunuri își pierd mult mai repede valoarea, se uzează, se amortizează.

Cu toții am întâlnit și criticat cazul individului cu Audi sau Porsche Panamera, parcat în fața blocului alături de vehicule de zeci de ori mai ieftine, el trăindu-și zilele în 2 camere. Și cu toții am concluzionat „Așa NU! Trebuie să existe un echilibru în bugetul de investiții, nu poți cheltui toți banii pe o mașină și aproape să locuiești în ea”. Vedeți, deja am făcut o analiză financiară a individului respectiv și am declarat în unanimitate „Respins!”. Am respins nu o solicitare de finanțare, întrucât nu ni s-a solicitat nimic, ci am respins modul lui de viață. Atunci când resping,

finanțatorii fac în esență același lucru, nu sunt de acord cu modul în care antreprenorul își conduce afacerea, nu cred că firma se îndreaptă în direcția cea bună și consideră că împrumutul solicitat este foarte riscant. Așa cum am precizat în introducerea acestei cărți, la baza oricărei analize financiare stă întotdeauna bunul simț.

Deținerea de echipamente și mijloace de transport este vitală pentru toate companiile, indiferent de obiectul lor de activitate. Achiziția și deținerea lor reprezintă un eveniment important pentru societate, însă pe termen mediu acestea se depreciază, își pierd valoarea, fapt pentru care compania înregistrează cheltuieli cu amortizarea, diminuându-și profitul. La intervale regulate de timp compania trebuie să investească din nou în vehicule și utilaje noi, pentru a le înlocui pe cele depășite fizic și moral. Voi descrie pe larg acest mecanism, precum și modul în care acesta sprijină compania să-și constituie fondurile pentru a reînnoi parcul de bunuri mobile, la capitolul destinat Contului de Profit și Pierdere.

Deprecierea, amortizarea se înregistrează diferit, funcție de tipul activului:

- Echipamentele industriale se amortizează, de regulă, în 8-10 ani;
- Vehiculele de uz personal / autoturismele se amortizează în 5 ani;
- Vehiculele comerciale de transport marfă se amortizează de regulă în 8 ani;
- Echipamentele IT sau mobilierul de birou se depreciază în 2-3 ani.

Practica contabilă permite și amortizarea accelerată a acestei categorii de active, în anumite condiții, cu 50% din valoarea acestora amortizată în primul an și diferența în restul duratei normate de viață. Însă acest lucru este rar, peste 99,5% dintre companii optând pentru amortizarea lineară.

Pentru orice analist financiar este important să cunoască aceste lucruri, din două motive:

1. Pe de o parte, atunci când citește Activul unei societăți și structura acestuia, poate să construiască o proiecție pe 3-5 ani, respectiv cum va evolua acesta ca urmare a deprecierii normale a bunurilor, poate estima gradul de îmbătrânire a flotei și respectiv nevoia de finanțare suplimentară ce poate apărea în timp. Dau un exemplu aici, întâlnit des în practică. De fiecare dată când antreprenorii foarte îndatorați solicită o nouă finanțare, au întotdeauna grijă să menționeze că este pentru ultima dată, în următorii 3 ani vor lua o pauză pentru a mai plăti din credite. Însă analistul cu experiență se va uita întotdeauna în parcul de utilaje și vehicule al firmei: dacă acesta este deja îmbătrânit, atunci în toate proiecțiile financiare pe care analistul le construiește, el va lua în calcul și credite noi destinate înlocuirii activelor ajunse în prag de casare. Că aceste credite vor fi date de același finanțator sau de

către altul este mai puțin important, ceea ce este important este să se testeze dacă acest client le va putea sau nu rambursa.

2. Pe de altă parte, analistul își va corela întotdeauna recomandarea de finanțare cu durata normată de funcționare a activului finanțat: dacă este vorba de un echipament IT (serve, laptopuri, echipamente comunicație), nu va acorda niciodată un credit de investiții/leasing pe mai mult de 2-3 ani, chiar dacă solicitarea antreprenorului (care își dorește o rată lunară mai mică) este de 7 ani. Dacă ar proceda conform cererii de finanțare primite, clientul ar continua să plătească rate de credit cu mult peste momentul în care bunul este casat și scos din uz în contabilitatea firmei.

Ca și în cazul achiziției de terenuri și construcții și în această categorie, regula de aur este ca achiziția să fie destinată obiectului principal al activității companiei, să sprijine și să impulsioneze dezvoltarea și diversificarea acesteia.

Acest lucru înseamnă:

- **Pentru o companie de comerț și distribuție**, finanțarea achiziției de vehicule pentru personalul din vânzări și de camioane ușoare și grele pentru transportul mărfurilor. Și aici apar probleme: aceste investiții trebuie să fie raționale, autoturismele trebuie să fie din categoria de bază, 10-15.000 EUR pe unitate, nu este necesară distribuția cu mașini de lux;

- **Pentru o companie industrială**, finanțarea utilajelor destinate optimizării ciclului de producției, automatizării și robotizării;

- **Pentru fermieri**, achiziția de tractoare, combine și accesorii, dimensionate corect ca putere și capacitate pentru suprafața agricolă deținută sau arendată;

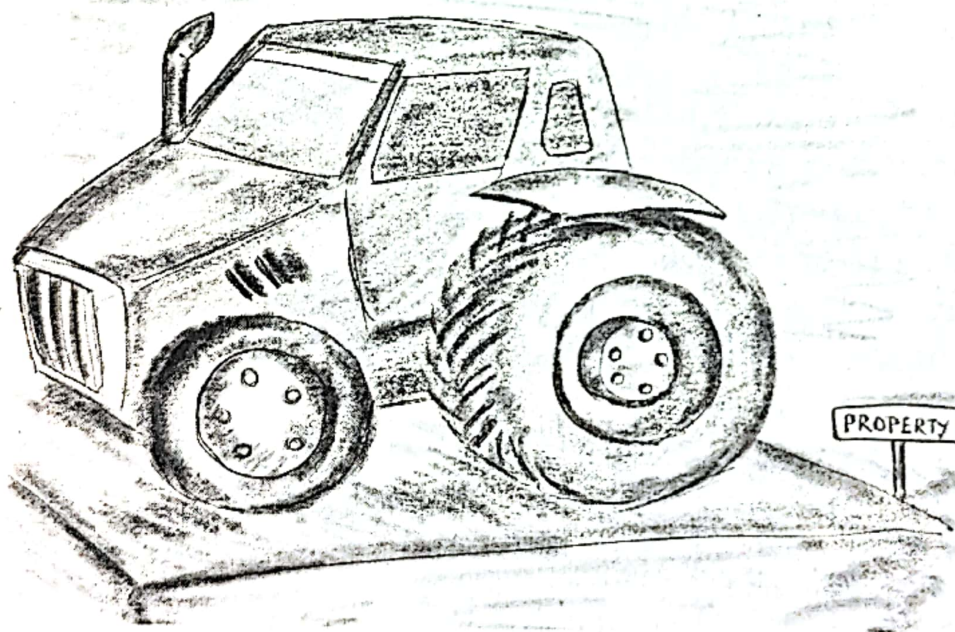
- **Pentru centre medicale și spitale private**: achiziția de echipamente moderne pentru extinderea și îmbunătățirea serviciilor medicale prestate, pentru includerea de tratamente noi.

Din punct de vedere economic se acceptă până la un punct achiziția și finanțarea de vehicule de lux, destinate conducerii companiei sau acționarului, însă aceasta achiziție trebuie să fie complementară și să nu afecteze de o manieră serioasă cash-flow-ul companiei. O companie ce are în patrimoniu 2 Volkswagen Polo pentru livrare pizza în oraș și un cuptor pe lemne, nu trebuie să își demareze un amplu plan de dezvoltare prin achiziționarea unui Mercedes S Klasse pentru acționar!

Întrucât exemplele pozitive, investițiile în vehicule și utilaje făcute rațional, pentru dezvoltarea activității sunt mult prea ușor de prezentat, voi da câteva scurte exemple de „Așa NU!”.

! Exemplul 1

Un fermier ce exploatează în total 10 Ha de teren arabil, solicită și primește finanțare europeană pentru un proiect de investiții destinat achiziției unui tractor John Deere de mare putere. Tractorul poate fi folosit cu ușurință la exploatarea a 150 Ha de teren. Proiectul este declarat admis de autoritatea de management, întrucât fermierul primește punctaje maxime la multiple criterii: este tânăr, este la început de activitate, cu studii de specialitate și estimează în proiect venituri foarte mari din folosirea tractorului pentru prestarea de servicii pentru terți. Tractorul costă 120.000 EUR, iar componenta nerambursabilă este de 80% din valoarea de achiziție. Fermierul nu are nicio sursă proprie, nu deține nicio sumă de bani sau nu dorește să se implice financiar în acest proiect. Normal, apelează la finanțare bancară pentru 100% din suma necesară. Acest tip de exemplu este întâlnit frecvent în practica economică, iar deciziile finanțatorilor de a aproba sau respinge astfel de proiecte sunt împărțite.



Mai întâi să explic mecanismul de finanțare a proiectului:

- fermierul organizează conform legii o licitație la care trebuie să primească minim 3 oferte de preț, din care o va alege pe cea mai convenabilă din punct de vedere tehnic și preț;

- aplică la o instituție financiară pentru finanțarea a 120.000 EUR, întrucât întreaga suma trebuie plătită furnizorului pentru achiziția tractorului, sursa proprie a fermierului în acest proiect fiind 0;

- în câteva luni de la data achiziției, după verificarea dosarului de către autorități, grant-ul de 80% nerambursabil, respectiv 96.000 EUR, i se restituie fermierului în cont, în moneda locală.

- Finanțatorul primește cei 96.000 EUR și rambursează în avans parțial creditul inițial, fermierul rămânând în sold doar cu un credit de 24.000 EUR.

Pare simplu și ușor de finanțat, și cu toate acestea părerile finanțatorilor sunt împărțite. Unii se grăbesc să acorde finanțarea, cu avans 0%, întrucât după câteva luni vor rămâne în sold cu un credit de 24.000 EUR garantat cu un activ în valoare de 120.000 EUR; aceasta este **abordarea de finanțare prin garanții**, pe care eu nu o susțin.

Alți finanțatori în schimb resping proiectul, întrucât capacitatea tractorului, valoarea lui sunt mult peste ceea ce ar fi avut nevoie cu adevărat acest fermier, cu cele 10 Ha de teren pe care le exploatează. În cursul analizei dosarului, fermierul este întrebat dacă poate prezenta contracte ferme de prestări servicii cu acest tractor pentru terți, întrucât la capacitatea pe care o are, 10 Ha cât exploatează fermierul nostru, ocupă tractorul câteva zile pe an, în rest este un activ inutil în curte. În subsidiar, finanțatorul prudential trebuie să ia în calcul și un control inopinat al autorităților în domeniu, care să constate deficiențe în utilizarea activului co-finanțat, în fapt nerespectarea condițiilor prezentate în proiectul inițial și să ceară restituirea grantului, caz în care afacerea intră imediat în faliment. Într-un asemenea caz, finanțatorul poate pierde între 24.000 și 120.000 EUR. Aceasta este **abordarea de finanțare prudentială pe baza sensului economic al investiției și al cash-flow-ului** estimat, pe care eu o susțin, întrucât ferește finanțatorul de provizioane și pierderi uriașe.

Este cunoscută în practica economică această tendință de dublare și triplare a capacităților de producție și exploatare în cazul proiectelor de investiții co-finanțate prin granturi nerambursabile, însă totul trebuie să aibă o limită a bunului simț.

Paranteză: Am vizitat în urmă cu 8-9 ani o investiție de peste 9 milioane de EURO, în care finanțarea nerambursabilă avea un % important, destinată creșterii și abatorizării de struți. Este cunoscut faptul că această carne nu are colesterol, are un gust bun și un preț mai ridicat, ceea ce poate atrage un antreprenor entuziast. După finalizarea investiției, cu peste 150 de struți ajunși deja la maturitate și buni de sacrificat, antreprenorul a început să caute (sic!) potențiali cumpărători la export,

doar ca să constate că această carne nu poate fi exportată fără un istoric complet și dovedit al procesului de hrănire și creștere a păsării. Prin urmare s-a orientat către piața locală, numai că localnicii nu cunoșteau și nu cumpărau carne de struț, mai ales că prețul era destul de ridicat.

Abatorul de capacitate mare și complet din inox era complet nefolosit. Frigiderale industriale scoase din priză, culoare lungi și întunecate cu un aer lugubru. Pentru această vizită totuși, în dimineața respectivă antreprenorul sacrificase un struț, pentru demonstrație. Împins de la spate cu mici lovituri de băț, struțul nedumerit intrase în abator unde fusese electrocutat conform procesului operațional, opărit pentru îndepărtarea penajului și tranșat. La momentul vizitei, câțiva săteni racolați în grabă, tranșau vădit nepricepuți carnea, în casolete calde cu carne. Repet, nicio capacitate de refrigerare pornită. Trist, dar adevărat.



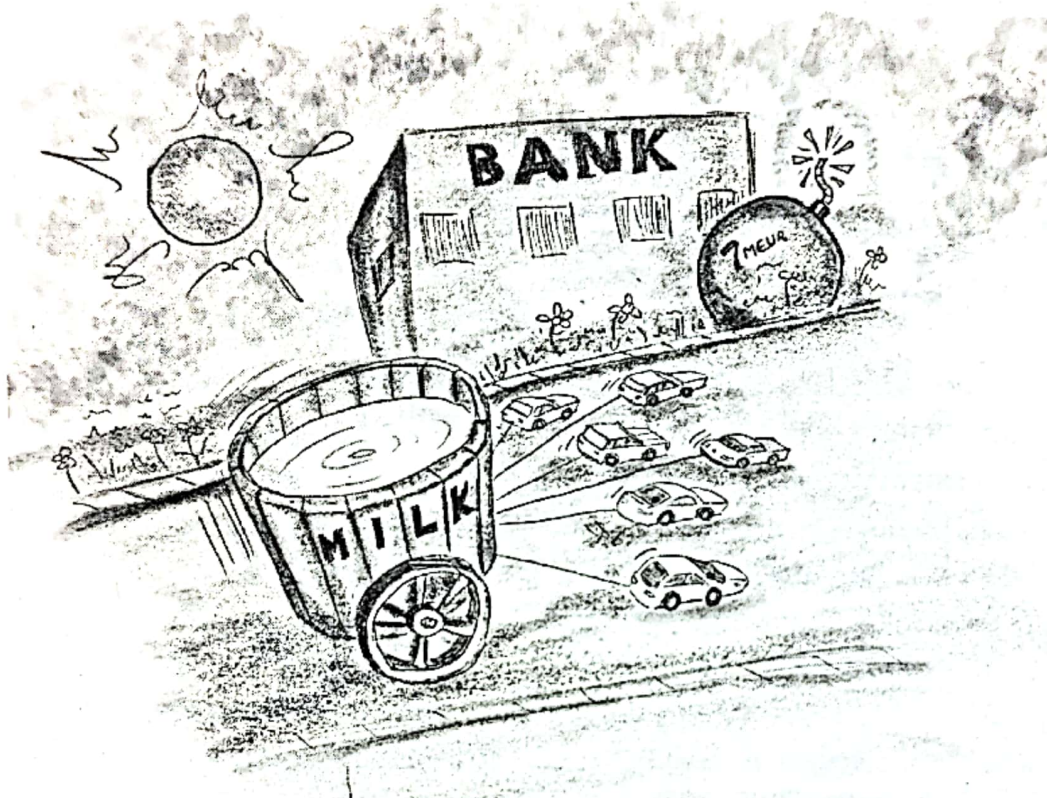
Exemplul 2

O companie de distribuție de talie foarte mică, care printr-un concurs de împrejurări câștigă un contract cu unul din liderii naționali ai producției de **produse lactate**. Miza contractului? Distribuția la nivel național a produselor acestei companii.

Ce decide acționarul și administratorul? Investiții majore și rapide în mijloace de transport, însă dintr-un motiv necunoscut, cca 80-85% din aceste investiții sunt destinate achiziției de autoturisme pentru agenții de vânzări. Surse proprii aproape de 0% (companie mică, contract mare), bineînțeles. Compania aplică în paralel la 10 finanțatori, în general companii de leasing. Fiecărui finanțator în parte îi pune la dispoziție contractul de distribuție semnat și îi solicită finanțarea a 20-25 de vehicule. Trebuie precizat aici, deficiențele în sistemele de informații fac ca finanțatorii să fie complet descoperiți în contextul în care un client solicită în același timp finanțare la diverși finanțatori, fără a declara acest lucru. Exploatarea acestor deficiențe, clientului i se aprobă în total 150 de vehicule, pe care le contractează fără scrupule.

Compania continuă să își onoreze contractul de distribuție marfă folosind vehicule comerciale închiriate sau sub-contractorii, ceea ce îi diminuează enorm profitul. Însă normal, ca la orice început de activitate, faptul că firma declară pierdere substanțială la sfârșitul primului an de funcționare nu este un lucru condamnat, întrucât este în plin proces investițional, nu și-a atins încă pragul de rentabilitate. Compania solicită de-abia în acest moment leasing/credit pentru finanțarea de vehicule de transport marfă, însă succesul este acum limitat. Finanțatorii nu se mai lasă atât de ușor impresionați de fluturarea contractului de

distribuție prin față și în plus, toți descoperă că această companie căreia fiecare i-a acordat 20 de autoturisme în leasing, deține acum o flotă de 150 vehicule, având credite în sold de peste 2 MEUR în total.



Compania reușește să mai primească finanțări de cca 1,5 MEUR, însă acționarii nu sunt mulțumiți. Onorarea comenzilor de distribuție necesită investiții și mai mari. Apelează acum la linii de credit și Factoring, fluturând în fața unor bănci acel unic contract de distribuție. Nu vă amintește acest lucru de nuvelă „Bancnota de 1 milion de lire” a lui Mark Twain?! Se poate întâmpla în realitate!

Ajunsă la o expunere bancară/leasing în sumă de 5 MEUR, toate finanțările firmei sunt preluate de o bancă și majorate la 7 MEUR. În 3 luni de zile, urmare a înlocuirii Directorului de achiziții în cadrul organigramei liderului național de produse lactate, contractul de distribuție este anulat, iar firma noastră dă faliment, din întreaga expunere se recuperează foarte puțin, sumele fiind negarantate sau garantate cu vehicule destul de depreciate.

Unde a greșit societatea?

– Preluarea unui contract de distribuție cu mult peste puterile ei economice. Nu există capital acumulat pentru a susține asemenea investiții. Nicio afacere construită

în întregime pe credit nu rezistă în timp, aproape toate falimentează, excepțiile sunt minime;

- Politica greșită de investiții: achiziția cu sutele a autoturismelor pentru agenții de vânzări, cu ignorarea completă a vehiculelor de transport marfă, cele care aduc plus valoarea în acest domeniu. Închirierea acestora de la terți a pecetluit soarta financiară a companiei;

- Concentrarea excesivă pe un singur contract/client. Întreaga politică investițională s-a făcut pentru onorarea unui singur contract. Anularea acestuia din varii motive a dus instantaneu la falimentul companiei.

Unde au greșit finanțatorii:

- În goana după realizarea de ținte de vânzări și bugete, finanțatorii au fost orbiți de valoarea acelui contract. Este adevărat, în prima etapă de finanțare, cca 7-8 finanțatori și-au împărțit riscurile, însă ulterior o bancă și-a asumat întregul risc și a încasat întreaga pierdere;

- Niciodată nu te angaja în finanțarea companiilor care au 1-2 clienți! De cele mai multe ori contractele respective au fost obținute pe baza unor relații personale și la fel de repede cum au fost obținute se pot și evapora. Singurul care are de suferit, respectiv pierde sume uriașe de bani este doar finanțatorul credul; în această calitate, atunci când descoperi că peste 50% din vânzările unui client se îndreaptă către o singură contrapartidă, îngrijorarea ar trebui să fie deja mare, iar abordarea foarte prudentă.

- Aventura acestui antreprenor a fost făcută aproape integral cu banii finanțatorilor, ceea ce este nepermis. Din punctul meu de vedere, antreprenorul nici măcar nu trebuie învinuit, el nu a făcut decât să-și urmeze visul, vina este a celor care au susținut așa ceva.



Exemplul 3

În ultimii 8-10 ani, dezvoltarea și exploatarea proiectelor de producere a energiei verzi a devenit un subiect fierbinte în rândul antreprenorilor și automat în rândul finanțatorilor. Fie că este vorba de energie eoliană, solară sau rezultată din arderea deșeurilor sau micro-hidrocentrale dezvoltate pe surse de apă secundare sau terțiare, energia verde a captat atenția tuturor investitorilor.

Bineînțeles, randamentul acestor tehnologii este foarte scăzut, iar valoarea energiei produse este de cele mai multe ori sub costuri, prin urmare guvernele au căutat să sprijine dezvoltarea de astfel de proiecte printr-o legislație favorabilă.

La nivel european există 2 abordări cu privire la sprijinirea investițiilor în energie verde:

1. Stabilirea unui tarif fix la care energia verde este achiziționată și injectată în sistemul național; bineînțeles acest tarif este semnificativ mai mare decât cel folosit pentru achiziționarea energiei produse prin tehnologii poluante;

2. Acordarea unui număr fix de Certificate verzi (de la 3 la 6) pe fiecare Mwh (megawatt oră) de energie verde produsă. Prețul acestor certificate verzi (CV) este variabil, supus regulilor cererii și ofertei, în schimb prin lege, producătorii de energie electrică prin tehnici poluante sunt obligați să cumpere un număr de CV în % fix, raportat la valoarea energiei produse. În final, prin această metodă, prețul energiei livrate la domiciliul consumatorilor se scumpește, aceștia fiind de fapt cei ce suportă stimularea producerii de energie verde.

Legislația în domeniu este supusă schimbărilor de culoare politică sau presiunilor populației, ceea ce o face imprevizibilă pe termen lung și riscantă pentru proiectele „on the edge”, la limită, din punct de vedere al cash-flow-ului generat.

Să luăm exemplul unui antreprenor care, entuziasmat de oportunitățile oferite de legislația în domeniu, prin acordarea a 3 CV pe fiecare MWh de energie verde, decide să investească într-un parc eolian cu o putere instalată de 10 MW, respectiv 4 echipamente a câte 2,5 MW fiecare.

Datele investiției:

- Cost total proiect: 17,5 MEUR, constând în achiziția terenului într-o zonă propice, achiziția centralelor eoliene, studiu tehnic cu privire la condițiile climatice în zonă și amplasarea acestor centrale, pentru a nu se perturba reciproc. La acestea se adăugă costul construcției, montajului și al punerii în funcțiune;

- Conform studiului de fezabilitate, în zona respectivă vântul bate puternic echivalentul a 80 zile într-un an, respectiv 1.920 ore;

- Prețul la momentul investiției al Certificatelor Verzi este: 1 CV=40 EURO, rezultat al cererii și ofertei pe piață;

- Prețul mediu al energiei electrice este: 1 MWh= 40 EURO;

- Investitorul dispune de o sursă proprie în valoare de 2,5 MEUR și solicită un Credit de investiții bancar în valoare de 15 MEUR pe 7 ani;

- Rata anuală a dobânzii este de 5% calculată la sold, ceea ce înseamnă o dobândă de 750.000 EUR în primul an de funcționare a proiectului.

Analistul financiar primește acest proiect și face rapid următoarele calcule:

1. Ce venituri se estimează a se obține din realizarea acestui proiect, în condițiile maxime prevăzute în studiu?

Se determină numărul de **Mwh** produși într-un an calendaristic: Puterea instalată (10 MW) x Nr zile vânt (80 zile) x 24 h = 19.200 MWh

Valoarea energiei electrice produse în 1 an, la prețul pieței (40 Euro/1 Mwh): $19.200 \text{ Mwh} \times 40 \text{ EUR} = \mathbf{768.000 \text{ EUR/an}}$; paranteză: observați venitul modest generat de energia produsă raportat la valoarea investiției; fără un stimulent economic, aceste proiecte sunt neprofitabile, mai ales că după 14-18 ani de funcționare, centralele eoliene se dezassemblează și se casează.

Valoarea CV (3 CV per Mwh energie electrică): $19.200 \text{ MWh} \times 3 \text{ CV/Mwh} \times 40 \text{ EUR} = \mathbf{2.304.000 \text{ EUR}}$. Așa cum am precizat mai sus, aceste CV sunt cumpărate de producătorii de energie poluantă și contravaloarea lor se regăsește în factura consumatorilor casnici.

TOTAL Venituri anuale generate de proiect în condiții optime: **aproximativ 3 MEUR.**

2. Cheltuieli anuale: cca 0,3 MEUR/an, constând în cheltuieli cu asigurarea, salarii pentru pază și mentenanță.

3. Profit Operațional anual al proiectului: **2,7 MEUR/an.**

4. Serviciul Datoriei, reprezentat de Rata de Principal și dobânda la creditul de 15 MEUR/7 ani, respectiv 2,9 MEUR/an (în primul an), astfel:

– Rata anuală de principal: $15 \text{ MEUR}/7 \text{ ani} = 2,14 \text{ MEUR /an}$

– Dobânda în primul an: $15 \text{ MEUR} \times 5\% = 0,75 \text{ MEUR}$; pe măsura rambursării creditului dobânda va scădea întrucât se calculează întotdeauna la soldul rămas.

Analistul compară Profitul operațional anual estimat al proiectului de 2,7 MEUR cu Serviciul Datoriei la creditul contractat, respectiv 2,9 MEUR (în primul an).

Concluzie: proiectul nu generează suficient cash pentru a-și onora creditul în bune condiții.

Dacă penalizăm studiul de fezabilitate al proiectului, afirmând că vântul va sufla în zona respectivă doar în proporție de maxim 80% față de valoarea estimată, atunci situația este mult mai gravă.

În concluzie, proiectul este respins. Variante de lucru:

– fie investitorul aduce o sursă proprie substanțială (dacă are), respectiv 6 MEUR, iar creditul scade la 11,5 MEUR;

– fie se reduce puterea instalată și respectiv valoarea investiției, astfel încât finanțatorul să contribuie cu maxim 60% în proiect, diferența fiind sursă proprie.

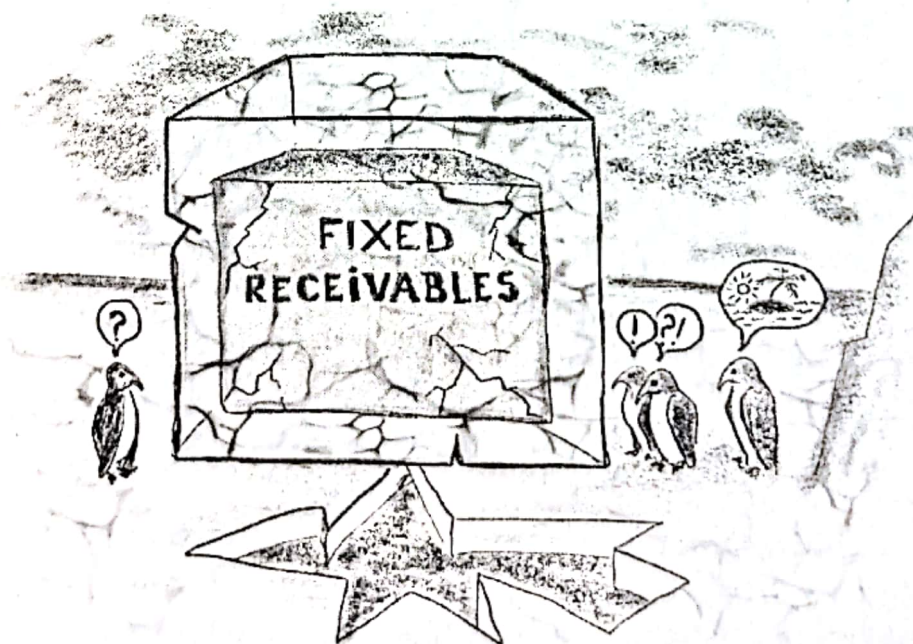
Dacă la toate aceste ipoteze adăugăm o schimbare bruscă a legislației, respectiv plată a doar 2 CV/MWh (în loc de 3) printr-o decizie guvernamentală, proiectul devine complet nefezabil. Există multe alte domenii în care capitalul poate fi investit cu randamente mai bune.

Și încă un element: observați faptul că până în acest moment nu am atins subiectul „garanții”, respectiv activele cu care investitorul dorește să garanteze creditul contractat. Bineînțeles, acesta ar dori ca banca să considere terenul+centralele eoliene ca și garanții suficiente, însă nu e atât de simplu. În cazul unui default, ce ar face finanțatorul cu aceste bunuri? Slabe șanse să găsească un cumpărător. Și de aici începe o nouă discuție, cu argumente pro și contra de ambele părți, peste care e mai înțelept să tragem cortina.

1.1.4. Creanțe Imobilizate/ Participații la capitalul altor societăți

Cu toate că nu am să insist prea mult cu privire la acest subiect, fiind de o importanță mai scăzută pentru analiza financiară, trebuie menționate câteva aspecte care pot pune în pericol o companie, un proiect de investiții.

Creanțele Imobilizate



În activitatea cotidiană a unei companii există situații în care sumele de bani pe care le are de încasat de la clienții săi, respectiv creanțele, nu se încasează în orizontul de timp scontat, ajungându-se ca termenul de încasare să depășească 12 luni de la emiterea facturii.

În mod normal, acesta este momentul în care contabilul societății trece sumele respective la rubrica de Imobilizări financiare/ Creanțe Imobilizate.

Pentru analistul financiar care descoperă sume importante în această categorie vestea nu este bună, în sensul în care va solicita și va trebui să primească din partea companiei niște răspunsuri clare, explicații cu privire al acestea.

Există următoarele variante:

– Unul sau mai mulți dintre clienții companiei au dificultăți financiare; compania decide să nu le solicite insolvența, fie deoarece are încredere că va primi aceste sume în totalitate, fie pentru că se așteaptă ca într-un eventual proces de insolvență nu va mai încasa nimic, deoarece vorbim de creanțe negarantate.

– Compania despre care vorbim face parte dintr-un conglomerat de companii, având sau nu obiecte diferite de activitate. Se poate întâmpla că unele dintre aceste companii-soră să distribuie produsele și serviciile în teritoriu, sau să preia materia primă oferită pentru a o prelucra și desface ulterior. Cert este că acest Grup de companii are același acționariat, iar acționarii pot decide ca pentru o perioadă îndelungată creanțele companiei despre care vorbim nu vor fi onorate, nu se vor încasa. Acest fenomen este cel mai întâlnit în practică, întrucât este o formă frecventă de finanțare intragrup. De exemplu, firma X, producător pantofi, îi livrează marfa în valoare de 1 MEUR noii create filiale Y (cu personalitate juridică) din țara vecină. Compania Y este la început, are multiple cheltuieli legate de organizarea rețelei de distribuție și magazine, așa că în primii 2 ani nu plătește factura de 1 MEUR a companiei X. În schimb, vinde întregul stoc de marfă și cu banii încasați își finanțează dezvoltarea rețelei de magazine. Analistul trebuie să înțeleagă aceste explicații și să le includă în proiecțiile sale financiare. Dacă în exemplul nostru societatea X solicita 1 MEUR pentru capital de lucru, iar în cursul analizei se descoperă că X a împrumutat exact cu 1 MEUR crearea unei noi companii în țara vecină, atunci răspunsul finanțatorului va fi NU.

În categoria Imobilizărilor financiare găsim și Participațiile la capitalul altor societăți. Este cazul Grupurilor de companii, în care avem o companie-mamă (holding), care a înființat și deține în proprietate multiple companii fiice.

În exemplul precedent, soluția corectă ar fi fost ca societatea X să deschidă o filială în țara vecină alocând din fonduri proprii suma de 1 MEUR la capitalul social al filialei. Compania X ar urma să primească în acest fel anual dividende, bineînțeles dacă societatea Y înregistrează profit și dacă alocă acest profit pentru dividende.

Analistul financiar trebuie să aibă o imagine clară a întregului Grup de companii, a relațiilor de proprietate între ele, a fluxurilor financiare de creanțe, datorii, vânzări intra-grup. Numai așa poate înțelege și propune acordarea unui împrumut în deplină cunoștință de cauză. În caz contrar, poate în mod eronat să acorde o sumă de bani unei companii, în condițiile în care altă companie din Grup se află în mare dificultate și solicită transfuzie de capital, ceea ce e foarte riscant.

1.1.5. Imobilizări necorporale (Fond de Comerț/Goodwill/ Marca)

Mai rar întâlnit în practică, acest tip de imobilizare necorporală poate avea valori spectaculoase în cazul unei companii cunoscute, a unui brand renumit. Compania poate reflecta aici propria valoare determinată de brandul/brandurile pe care le deține (de obicei mărci înregistrate). Aceste mărci pot avea valoare efectivă în cazul în care sunt vândute, deci reprezintă tot o formă de avere, chiar dacă intangibilă.

Notă: Întrucât am prezentat Activul Imobilizat din perspectiva unui analist financiar, sau al unui antreprenor, toate conceptele prezentate au fost făcute în sumă netă. Asta înseamnă că am eliminat cheltuielile cu amortizarea, astfel încât sumele pe care le analizăm reprezintă valoare netă a acestor active la momentul analizei. Așa se procedează în analiza financiară, întrucât valorile brute, istorice, constând în prețul de achiziție al unei imobilizări, achiziție realizată cu ani în urmă, nu reprezintă o informație utilizabilă pentru un Finanțator.

1.2. ACTIVUL CIRCULANT

Activul circulant se compune din totalitatea bunurilor, serviciilor, creanțelor și disponibilului în cont, cu un caracter lichid, care se pot transforma în bani într-o perioadă mai mică de 12 luni.

Dacă în cazul activelor imobilizate am discutat modul în care compania își organizează și desfășoară activitatea, mijloacele de producție prin care se prelucrează

materia primă, vehiculele cu care se realizează distribuție etc., în continuare vom vorbi chiar de inima activității companiei, produsele și serviciile oferite clienților.

Activul circulant se compune din **stocuri, creanțe și disponibilități**, pe care le vom analiza separat. În ceea ce le privește, analiza financiară, aprecierea lor critică într-un context dat se face întotdeauna pornind de la tipul activității desfășurate de companie. Numai așezate în context, valorile înregistrate de aceste poziții bilanțiere fac sens, pot fi apreciate ca prea mari, insuficiente sau optime.

1.2.1. Stocurile

Conturile de stocuri ale unei societăți se compun în principal din stocurile de materii prime sau input-uri, stocuri de producție în curs și stocuri de produse finite. Ca și locație, stocurile pot fi depozitate în locația companiei (spațiu propriu sau închiriat) sau pot fi localizate la terți, stocuri de marfă neplătită, date spre depozitare și eventual vânzarea către terțe companii.

Analiza financiară a stocurilor are în vedere strict obiectul de activitate al companiei, funcție de care se calculează și interpretează indicatorul „Rotația stocurilor”, calculat în număr de zile sau luni.

Rotația stocurilor (în zile) = Valoare Stoc / (Cifra de afaceri/365)

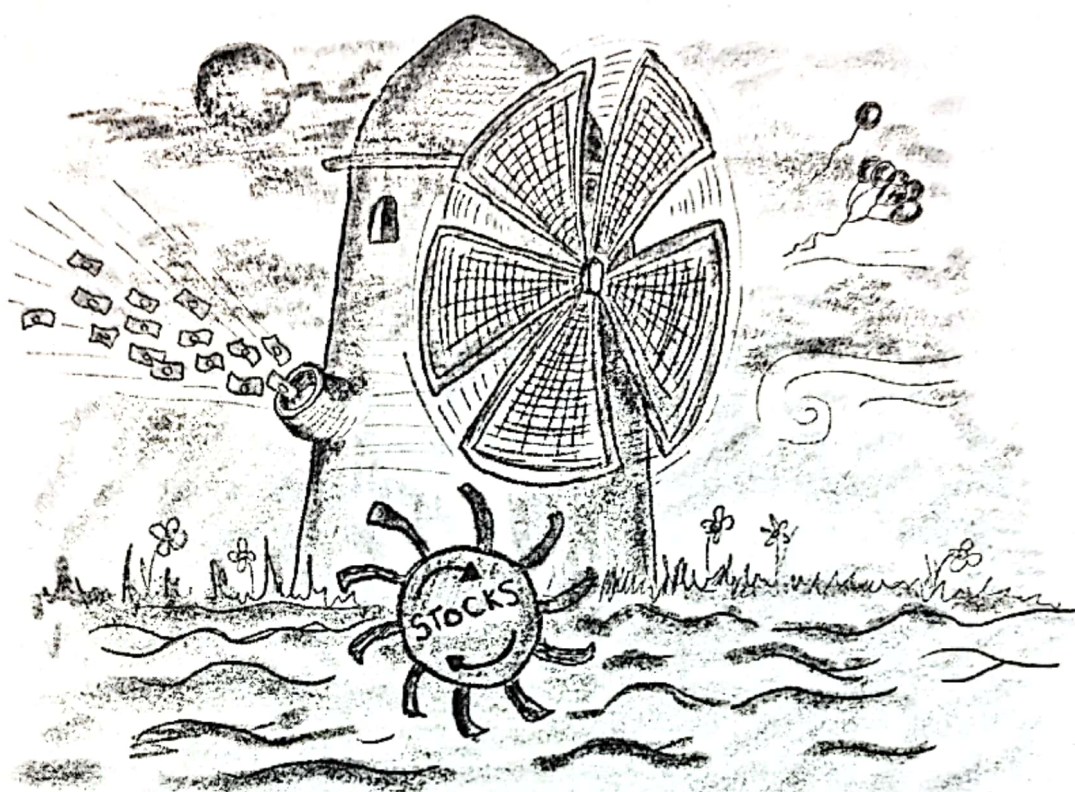
Pentru o analiză rapidă a stocurilor unei companii, eu personal prefer calculul rotației stocurilor exprimat în luni de zile, caz în care formula devine:

Rotația stocurilor (luni) = Valoare Stoc / (Cifra de afaceri/12)

Acest indicator arată în câte zile/luni se înlocuiește complet (rotește) stocul unei companii anume și indică atât eficiența producției companiei, cât și capacitatea acesteia de a vinde produsele sale.

Pentru înțelegerea conceptului, vom descrie mai jos un scurt **exemplu**:

Avem compania „**Bakery Plus**”, specializată în brutărie: pâine și produse conexe. Compania are o Cifra de afaceri anuală de 12 MEUR, cu un Profit net de 300.000 EUR. Valoarea stocurilor din bilanțul contabil este de 1,5 MEUR. Întrebat cu privire la necesarul de stoc minim de făină și afânători pentru a nu înregistra sincope în producție, acționarul declară că stocul minim de materii prime trebuie să reprezinte 1 lună de vânzări. Mai clar, asta înseamnă că dacă se opresc complet achizițiile de făină, compania trebuie să fie capabilă să producă pâine 1 lună de zile.



Să calculăm Rotația stocului companiei „Bakery Plus” și să comparăm rezultatul cu declarațiile acționarului:

Rotația stocului = $1,5 \text{ MEUR} / (12 \text{ MEUR} / 12 \text{ luni}) = 1,5 \text{ luni}$. Să presupunem că peste 90% din stocuri este reprezentată de stocul de grâu/faină, pentru că vorbim de o **marfă perisabilă**. Dacă observați că situația nu este așa și că predomină stocul de **produse finite**, este grav, întrucât acele produse nu s-au vândut și nici nu mai există, ele au rămas prinse în contabilitate, până la o dată ulterioară când vor fi trecute direct pe pierdere. Fiți atenți al aspecte de genul acesta!

Deci stocul de materii prime al acestei companii se rotește la 1,5 luni. Comparăm acest lucru cu declarația acționarului că trebuie să dețină materii prime de minim 1 lună echivalent vânzări. Constatăm că firma este ușor supra-stocată, întrebăm acționarul ce s-a întâmplat. Dacă răspunsul este că a găsit o cantitate mai mare de grâu/faină la un preț foarte bun și a cumpărat-o pe toată și dacă are și capacitatea de a o stoca în condiții bune, fără să o deterioreze, atunci putem considera o situație normală a stocurilor pentru această companie.

Ce s-ar fi întâmplat dacă Rotația stocurilor era de 0,5 luni de vânzări? Este foarte probabil ca societatea să nu dispună de resursele financiare necesare pentru a-și achiziționa stocuri suficiente. Cum se poate întâmpla asta în condițiile unei

afaceri profitabile, așa cum am descris mai sus? Fie construcția unor proiecte imobilizate a absorbit fondurile companiei, fie acționarii au alocat și distribuit tot profitul pe dividende, fie creșterea prea rapidă a vânzărilor pe care compania nu le poate susține, cauzele pot fi multe și pentru fiecare există tratament dedicat, lucru pe care finanțatorul îl poate acorda după ce înțelege ce s-a întâmplat.

Cum am interpreta o rotație de 3 luni de zile a stocurilor de grâu/faină ale acestei companii? De cele mai multe ori este vorba de o scădere dramatică a vânzărilor coroborată cu o neadaptare a politicilor de achiziții. Continuând să cumpere materii prime în ritmul normal, însă pe fondul unei diminuări a vânzărilor, compania sfârșește prin a se sufoca cu stocuri. Depozitarea acestora e problematică întrucât sunt perisabile. Aici vorbim mai mult de o greșală de management datorită lipsei predictibilității. Iar dacă în această situație stocurile au fost luate pe credit furnizor, deci sunt neplătite, probabil răspunsul finanțatorului este „respins”. Iarăși finanțatorul este solicitat să îndrepte și să susțină greșeli grave de management, când nu acesta este rolul lui.

Să discutăm în continuare despre **corelația existentă între tipul activității clientului și rotația stocurilor aferente:**

Companii de comerț și distribuție

Acestea sunt companii care prin natura lor dețin stocuri de marfă importante. De altfel, activul unei asemenea societăți trebuie să constea din 3 elemente principale: vehicule pentru distribuție, stocuri și creanțe, cu valori aflate de obicei în proporții egale.

Rotația stocurilor trebuie să se situeze, de regulă, între 1 și 3 luni de vânzări (cifră de afaceri), funcție de marfa distribuită:

- Dacă vorbim despre distribuție pâine, înghețată, carne și orice alt bun perisabil, cu o durată de viață limitată, rotația stocului trebuie să fie foarte rapidă, reprezentând maxim 1 lună de vânzări. Orice rotație a stocului ce depășește 1,5 luni în acest domeniu trebuie să trezească suspiciuni (stocul nu mai există în realitate, fie a fost aruncat/distrus, fie a fost vândut „la negru”, fără acte, neputând astfel să fie eliminat din Activ).

- Dacă vorbim de distribuția de produse de feronerie, covoare, îmbrăcăminte și orice alte bunuri cu valabilitate cvasi-nelimitată, atunci se acceptă o rotație a stocului de 2 până la 3 luni de vânzări. Am stat de vorbă cu mulți antreprenori din acest domeniu, întrebându-i cum își dimensionează stocul și de ce ajung în timp să dețină stocuri uriașe, cu o vechime mare. Răspunsul lor este următorul: în domeniul

lor vorbim de mărfuri într-o gamă largă, pe care ei sunt obligați să le dețină și să le reprezinte în piață (colecții de îmbrăcăminte de la mărime mică la mare, vară-iarnă; scule de feronerie în toată gama, nu doar ceea ce se caută frecvent etc.). Bineînțeles, anumite produse sunt vândute rapid, altele mai greu, întrucât se adresează numai unei categorii restrânse de clienți. Bine, dar de ce le cumpără și stochează, am întrebat?! Pentru că atunci când ești reprezentanța oficială a unui brand într-o țară trebuie să poți oferi imediat orice produs din brandul respectiv, la simpla cerere, indiferent de natura produsului și de cât de căutat este pe piață. De altfel, acest lucru este cerut și de producător distribuitorului său.

Astfel, de la un an la altul rămân în stoc produse nevândute/nevandabile, sau distruse/stricate, defecte etc. Pentru acestea și pentru toate produsele care nu s-au vândut în 3-4 luni, trebuie aplicate imediat și cu curaj discounturi substanțiale, pentru a le vinde urgent. Nu are niciun sens pentru o firmă să își blocheze treptat resursele în stocuri de proastă calitate sau învechite.

Exemplu: cu toții ați văzut pe site-urile de vânzări online (tip Amazon.com) categoria „Produse desigilate sau care prezintă mici zgârieturi”. Acestea au întotdeauna reduceri între 10-30% și reprezintă modalitatea prin care aceste companii încearcă să se de-stocheze, pentru a-și elibera capitalul imobilizat.

Aș semnala aici situația particulară a distribuitorilor de bere sau produse asimilate (sunt foarte multe companii activând în acest domeniu la nivel național). De obicei, descoperim stocuri cu o rotație de până la 3 luni, ceea ce e prea mult, am putea spune, pentru acest tip de marfă. Verificați însă în structură: frecvent am descoperit o componentă importantă a ambalajelor, înregistrate fie ca marfă, fie ca obiecte de inventar. Ambalajele sunt proprietatea producătorului de alcool, distribuitorul are grijă ca acestea să fie recuperate de la clienți și să fie menținute în bune condiții, răspunzând dacă se pierd sau deteriorează.

Să dăm și un **exemplu „Așa NU”**, de fraudă în materie de stocuri:

Am cunoscut o companie de talie mare activând în domeniul distribuției de produse de feronerie. Rotația stocurilor a fost la început în limite normale, maximum 3 luni de vânzări, antreprenorul explicând că trebuie să aibă la vânzare întreaga gamă de produse, ceea ce necesită stocuri mari. Rotația stocurilor a început să crească, mai întâi 4 luni, ajungând 12 luni mai târziu la 6 luni de vânzări. Deja nicio explicație nu mai era acceptabilă pentru mine. Nu am mai aflat nimic despre compania respectivă timp de 1-2 ani, după care un cunoscut mi-a relatat faptul că

acea companie a falimentat, a dispărut. Ce se întâmplase? Compania vindea uneori marfa fără factură, încasa contravaloarea ei, însă nu mai putea reduce stocul în contabilitate în lipsa unor documente de ieșire. În momentul în care în contabilitate s-au adunat sume uriașe, stocuri care în realitate nu mai existau, asociatul a luat o decizie ciudată, și anume a declarat un furt al întregului stoc și a solicitat banii pe asigurare. Conform declarației lui, marfa fusese furată din depozit într-o singură noapte, profitând de starea de ebrietate a paznicului. În urma cercetărilor, Asiguratorul a concluzionat nu fără amuzament: datorită greutateii de zeci de tone a stocului respectiv, în cazul unui furt, hoții ar fi trebuit să facă zeci de transporturi timp de o săptămână întreagă. Dosarul de despăgubire a fost respins. E o poveste care mă amuză, însă, dacă așa s-a întâmplat în realitate, este trist și înfricoșător.

Companii din domeniu agriculturii

Fermierii și companiile care activează în domeniul agricol (depozitari de cereale, silozuri) au unele dintre cele mai ridicate valori ale stocurilor de **produse finite**, atât datorită fluctuației anuale a prețului, cât și datorită sezonality afacerii. Nu vorbim însă aici, din păcate, despre micii agricultori, cu suprafețe până în 150 Ha; aceștia nu au spații de depozitare și sunt nevoiți să vândă „spot”, în momentul recoltei. În aceste cazuri, sunt frecvente situațiile când chiar **cumpărătorul** își oferă serviciile – contra cost, desigur – de a recolta și prelua cerealele cu mijloace proprii.

Prețul cerealelor este la minimum în momentul recoltei, însă ulterior crește constant – dacă nu apar factori perturbatori externi – până în lunile de iarnă când își atinge maximul. Puține companii mai dețin însă stocuri de marfă la acest moment, iar costul întreținerii lor în bune condiții este deja substanțial. Silozul nu este doar un depozit unde se aruncă cerealele pe termen scurt și mediu. În lipsa unor procese de aerare, uscare și condiționare, cerealele transpiră și mucegăiesc. A deține un siloz necesită o investiție substanțială, tocmai de aceea doar marii producători de cereale au reușit în timp – cu surse de finanțare externe (credite, fonduri nerambursabile) – să-și construiască silozuri proprii, măcar pentru o parte din producția anuală.

Chiar și pentru cei mai importanți producători, stocarea ar trebui să înceteze după lunile de iarnă. Eu personal consider că s-au ratat oportunități de comercializare, dacă în situațiile financiare de primăvară descopăr încă stocuri importante de marfă; la acest moment târziu, deja cheltuielile de întreținere și condiționare depășesc veniturile potențiale din comercializare.

În concluzie, pentru fermierii și traderii de talie medie spre mare, stocurile de **produse finite** încep să se constituie din luna Iulie a anului în curs, continuând să

înregistreze valori substanțiale până în lunile ianuarie-februarie ale anului următor. După această dată, stocurile ar trebui să fie minime. Fermierii au nevoie de bani pentru lucrările de primăvară și ar trebui să-și lichideze în acest moment ultimele stocuri rămase nevândute.

O componentă importantă însă în acest domeniu o reprezintă „**Producția în curs**”, înregistrată tot în Stocul societății comerciale agricole. În acest cont se înregistrează contravaloarea la preț de cost a producției aflată în sol, respectiv cât anume s-a cheltuit până la un moment dat cu pregătirea solului, însămânțare, lucrări de chimizare/erbicidare etc. La momentul recoltării, producția în curs dispare, însă în Stoc apar produsele finite, cerealele, tot la preț de cost. Astfel, fie că lucrările de însămânțare la un anumit tip de cultură încep în toamnă (rapită, grâu) sau în primăvara următoare (porumb, floarea soarelui), timp de aproximativ 6 luni pe an vom întâlni în Stocul unui producător agricol valori semnificative ale Producției în curs, sarcina eventualului Finanțator fiind aceea de a investiga sursele de finanțare ale acesteia.

Producători industriali

Este normal pentru companiile din domeniul producției industriale să înregistreze valori importante ale stocurilor, cu o rotație de cca 2-3 luni. Produsele finite ale acestor companii au un ciclu de fabricație complex, ce necesită parcurgerea unor etape. Ca rezultat, vom întâlni în structură: stocuri de materii prime, stocuri de producție în curs de execuție, stocuri de obiecte de inventar, stocuri de produse finite.

Aflat în fața unei cereri de creditare, analistul trebuie să înțeleagă foarte bine particularitățile activității respectivei companii; numai așa poate emite o concluzie/propunere pertinentă.

Stocuri prea mici de **materii prime** pot reprezenta un aspect negativ – datorită lipsei de disponibilități sau credit comercial din partea furnizorilor pentru a le contracta, sau pot fi percepute de o manieră pozitivă, dacă această companie adoptă un proces de optimizare inteligentă a stocului, contractând atâta materie primă cât are nevoie în imediată perioadă (metoda Just în Time de management a stocului de materii prime).

Stocuri prea mari de **materii prime** pot reflecta fie o situație mai specială – când materiile prime sunt greu de obținut sau rare, ceea ce îl determină pe antreprenor să le achiziționeze în cantități mari atunci când le găsește disponibile. Sau pot reflecta o gestiune slabă și un management neperformant, care își

imobilizează resurse importante în materii prime, resurse care costă, afectând profitabilitatea companiei.

În cazul stocurilor de produse finite, abordarea este următoarea:

- Un volum al stocului optim este de cca **1 lună de vânzări**, întrucât un ciclu de producție planificat ar trebui să acopere exact cererea contractată anterior și să ofere și rezerve pentru cererea apărută inopinat;

- În cazul unui stoc redus sau inexistent de produse finite, dacă nu reprezintă un accident temporar, atunci poate semnala o încetare completă a activității. În lipsa unei explicații detaliate și credibile, este riscantă continuarea discuției cu societatea comercială aflată în această situație.

- Un stoc de produse finite ce reprezintă **3-4 luni de vânzări** este exagerat, și nu poate avea, din punctul meu de vedere, o explicație plauzibilă. În peste 90% din cazuri este vorba de o lipsă de contractare a producției, compania produce și nu își vinde produsele. Normal, apelează la finanțare pentru că a terminat resursele, sperând că la un moment dat va începe să și vândă, însă de multe ori este doar o încercare disperată de a prelungi agonia, înainte de a închide porțile.

Companii din zona prestărilor de servicii

Aceste companii – prin definiție – nu trebuie să dețină stocuri. Putem regăsi aici mici stocuri de obiecte de inventar sau materii prime, însă de valori nesemnificative raportat la Cifra de afaceri a companiei.

Aceste companii trebuie să dețină mijloacele necesare pentru a presta serviciul (Activele imobilizate), creanțele rezultate din prestarea serviciului și eventualul disponibil în cont rezultat din încasare. Nimic altceva în Activ.

Să luăm un **exemplu** pentru a încheia prezentarea conturilor de Stocuri.

Compania „**Style Now**”, un nume reprezentativ în piața producătorilor de îmbrăcăminte de calitate, ale cărei colecții de haine poartă semnăturile unor designeri celebri, realizează anual o Cifra de afaceri de 48 MEUR și un Profit Net de 1,5 MEUR.

Compania deține un lanț 43 de magazine cu acoperire națională, prin care își distribuie și comercializează colecțiile de îmbrăcăminte. Apelează la un finanțator bancar, solicitând o Linie de credit de 10 MEUR pentru a-și finanța ciclul de producție. Garanția o reprezintă stocul de marfă, creanțele, fabrica (teren + clădire) aflată în proprietate și câteva magazine.

Analistul financiar analizează Activul societății conform ultimului Bilanț disponibil și descoperă următoarele:

- Active imobilizate în valoare de 5 MEUR constând în principal din terenuri, clădiri și echipamente de producție;
- Stocuri de marfa în valoare de **14 MEUR**, constând în materii prime 2 MEUR și produse finite 12 MEUR;
- Creanțe: doar 1 MEUR, întrucât firma vinde cash, prin propriile magazine;
- Disponibilități cash: 0;
- Datorii către Furnizori în valoare de **16 MEUR**; o primă observație ce decurge din asta: stocul de marfă este neplătit, aceasta fiind și destinația Liniei de credit solicitate, în cazul în care aceasta ar fi aprobată.

Să calculăm **rotația stocurilor** acestei companii: Cifra de afaceri medie lunară este $48 \text{ MEUR} / 12 = 4 \text{ MEUR/lună}$. Rotație stoc = $14 \text{ MEUR} / 4 \text{ MEUR} = 3,5$ luni.

Este o valoare foarte mare (deși compania explică faptul că în magazinele sale colecțiile sale de îmbrăcăminte sunt prezentate pentru perioade de 4-6 luni, primăvară-vară, toamnă-iarnă), însă analistul solicită situația contabilă a stocului pe categorii de vechime: sub 30 zile, 30-60 zile, 60-90 zile, 90-180 zile și peste 180 zile.

Sosește răspunsul și stupoare! Stocuri de peste 6 MEUR sunt mai vechi de 6 luni! Societatea motivează că este vorba de colecții mai vechi de îmbrăcăminte aflate încă la vânzare în magazine, care nu au plăcut publicului, și capete de gamă – mărimi foarte mici sau foarte mari, cu vechimi de peste 1 an.

Compania este întrebată de ce nu a vândut în regim forțat aceste haine, cu un discount agresiv. Extenuată de aceste mult prea multe întrebări, societatea răspunde că s-a încercat și acest lucru, fără succes, însă, acele stocuri nu se prea pot vinde.

În acest moment, analistul are o singură soluție prudentială: consideră aceste 6 MEUR ca pierdere certă, stocuri de marfă care nu se vor vinde niciodată și efectuează o analiză a surselor de finanțare a activului. Analizează în Pasiv Furnizorii neplătiți în valoare de 16 MEUR și după ce solicită și vechimea acestor datorii, i se confirmă faptul că unii între ei nu și-au primit banii de peste 6 luni sau mai mult. De fapt, solicitarea de finanțare are ca țintă exact plata acestor furnizori, întrucât au devenit nerăbdători și amenință cu scandalul mediatic și insolvența.

După cum observați, situația companiei nu este atât de bună așa cum rezultă din datele inițiale. Ceea ce părea o decizie ușoară de finanțare și o achiziție importantă în portofoliul băncii a acestui client, se complică. Acesta este momentul în care analiza se prelungește pe perioade de luni de zile, iar întrebările și răspunsurile curg de ambele părți, din ce în ce mai lipsit de speranță pentru client.

Explicația este simplă: de partea Finanțatorului, un analist și eventual managerul lui sunt puși în situația de a lua o decizie de acordare a 10 MEUR, în condițiile în care nu-și pot da seama dacă această companie va falimenta în 6 luni, 2 ani, sau niciodată. Sunt 2 salariați în sarcina cărora a picat o decizie grea. Dacă aceștia avizează favorabil tranzacția, atunci este foarte probabil că decidenții, membrii Comitetului de Credit, persoane care au experiență vastă, însă le lipsește timpul de a analiza în detaliu – vor aproba creditul, bazându-se pe bunul renume al companiei în piață. Sfatul meu pentru acest(i) analist(i) este de a-și pune întrebarea: „Dacă ar fi banii mei proprii, dacă aș avea o avere de 100 MEUR, însă ar trebui să decid dacă îi dau acestei companii 10 MEUR ca împrumut, aș face-o?” Probabil că nu. Mai mult, dacă ar fi banii noștri și în plus acționarii acestei companii ar fi rude cu noi, i-am acorda acest împrumut?” Din nou, probabil că nu. Atunci, răspunsul e simplu, Reject. Este mai sănătos așa, decât să previzionăm 10 MEUR în cazul unui default.

De partea cealaltă, a Managerului de vânzări al Finanțatorului, cel care a identificat această oportunitate, situația este cel puțin la fel de dramatică, la nivel personal. Acest om a vânat efectiv compania „Style Now” timp de 1 an, până a reușit să stabilească o întâlnire la nivel de management executiv. Da, le-a promis că acest credit de 10 MEUR se va acorda rapid și fără suferință, că este o onoare pentru Finanțatorul pe care îl reprezintă să intre în relație de colaborare cu un asemenea client. Astăzi, după două luni de întrebări, documente trimise, explicații contabile, simte că răspunsul colegilor din Centrală va fi negativ. Simte că înnebunește, că este o răzbunare personală a cuiva de pe filiera Risc, că lucrează pentru Finanțatorul nepotrivit, ce nu înțelege și nu se adaptează la realitatea economică locală. Își pregătește CV-ul ca să aplice în afara companiei. Directorul General al „Style Now” îl sună zilnic și nu mai are nicio explicație, evită pur și simplu să mai răspundă la telefon. Unde a greșit acest om de vânzări?

În faza de pregătire a întâlnirii, însă mai ales după prima discuție, el ar fi trebui deja să studieze situațiile financiare ale societății. Ar fi observat stocurile uriașe și sumele imense neplătite către furnizori, ar fi pus niște întrebări cheie, în loc să facă promisiuni fără acoperire. Rolul managerului de vânzări este și de consultant financiar, nu doar de promitent; vânzătorii cei mai buni – în toate domeniile – sunt cei care își cunosc foarte bine atât produsele pe care le vând, cât și clienții.

Revenind la tranzacția noastră, în lipsa unei clarificări a situației stocurilor vechi, nu este indicată acum intrarea în relație de finanțare cu această companie. Da, prin acordarea finanțării (chiar și parțial) se vor plăti furnizorii cu o vechime mare a datoriei. Pentru moment, prin acordarea unui credit de 10 MEUR s-ar rezolva situația. Însă ce se întâmplă dacă această companie va continua să își

desfășoare activitatea în acest mod defectuos? Să vă fie foarte clar, profitul contabil declarat de 1,5 MEUR este doar pe hârtie, fictiv, dacă firma ar trece pe pierdere și ar proviziona stocul de marfă nevandabil de 6 MEUR, situația ar arăta complet diferit.

De rambursat această linie de credit în 2-3 ani nici nu se pune problema. Numai dobânda anuală (folosind o rată a dobânzii de 5%) este de 500.000 EUR. O treime din profitul chiar și fictiv al companiei merge către finanțator. Începând cu momentul acordării creditului, cei doi parteneri – Finanțatorul și clientul său – devin indisolubil legați unul de celălalt, fără nicio posibilitate de separare pe termen scurt și mediu.

Dacă această companie va continua să producă colecții de îmbrăcăminte fără succes la public, adunând în continuare stocuri nevandabile și furnizori neplătiți nemulțumiți, nu va mai exista o a doua șansă.

În ciuda aparențelor, producția și comercializarea de îmbrăcăminte este o activitate foarte dificilă, greu de gestionat și cu riscuri importante. Da, prin campaniile de marketing pe care le desfășoară, aparițiile televizate, prezentarea unor colecții create de designeri cunoscuți, au o mare deschidere la public, sunt companii cunoscute publicului larg. Însă în spate, gestionarea este extrem de laborioasă, necesitând un management ferm și obiectiv, și nu unul emoțional, pasional.

Nu pot decât să felicit antreprenorii de succes în acest domeniu! Prin natura lor aceste companii produc pe lângă colecții de succes și stocuri nevandabile sau vândute sub cost, însă: dacă profitabilitatea generală este foarte ridicată, dacă societatea aplică cu succes politici de discount la schimbarea colecției, eliberându-și în totalitate capitalul blocat, dacă se controlează eficient costurile de producție, o parte din aceste companii pot fi adevărate povești de succes.

1.2.2. Creanțele

Iată că am ajuns și la o componentă bilanțieră legată strâns de activitatea comercială, de vânzare. Dacă până acum am prezentat mijloacele de producție, stocul de marfă produs, a sosit timpul să analizăm critic creanțele rezultate din vânzarea acestor stocuri. Creanța este un credit comercial pe care compania îl acordă clienților săi, reprezintă încrederea pe care le-o acordă, prin vânzarea de bunuri și/sau servicii cu plata ulterioară a acestora, la o dată convenită de comun acord.

Sunt mai multe categorii de creanțe ce prezintă interes pentru analiză:

- **Creanțe Comerciale;**
- **Creanțe incerte**

- Avansuri plătite către terți

În practica economică, creanțele sunt generate în special prin vânzări inter-companii, de regulă vânzări en-gros de produse și servicii. Societățile comerciale care vând prin rețeaua proprie de magazine sau on-line, în regim de retail (la bucată), nu înregistrează în Activ creanțe, întrucât vânzarea se face cash, iar sumele de bani ar trebui să se regăsească în contul de Disponibil.

Stabilirea termenului de plată a facturii este rezultatul unei **negocieri comerciale** între Vanzători și Cumpărător, ce ia în calcul următoarele elemente:

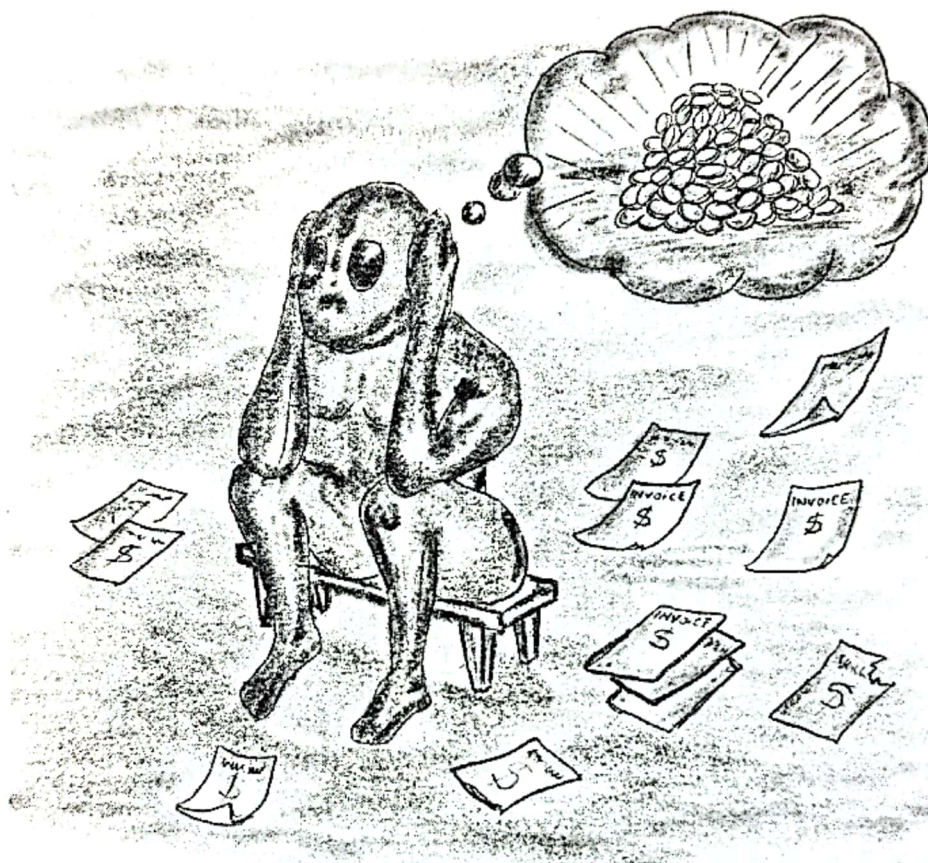
- **Calitatea Cumpărătorului.** Vanzătorul trebuie să-și analizeze calitatea clienților către care transferă marfă pe credit. De aceea în ultimii ani, au fost înființate poziții de analiști financiari în cadrul companiilor comerciale, întocmai ca în cazul Finanțatorilor clasici. Aceștia evaluează clientul și stabilesc creanța maximă acceptabilă din punct de vedere Risc; funcție de calitatea clientului se stabilește și marjă comercială aplicată (ex., în cazul unui client sensibil probabil se va aplica o marjă ridicată, care să compenseze riscul asumat;

- **Volumul de marfă/servicii livrat și recurența acestor livrări.** Dacă vorbim de un cumpărător care achiziționează marfă o dată pe an și în cantitate redusă, probabil că nu îi vom acorda un termen de plată prea lung. Însă dacă semnăm cu un client un contract multi-anual cu livrări lunare, constante, probabil că un termen de plată între 30-60 zile este rezonabil;

- **Puterea de negociere a vânzătorului.** Este evident că dacă întreaga ta afacere depinde de 1-2 clienți (cum este cazul furnizorilor IKEA, de exemplu), nu poți fixa tu regulile jocului. Dacă intenționezi să crești prețul mărfii, dacă soliciți reducerea termenului de plată, este foarte posibil să îți pierzi și acești doi clienți și să fii nevoit să închizi afacerea. Avem aici o putere redusă de negociere. Dacă însă avem o poziție confortabilă pe piață, iar produsele noastre sunt foarte căutate, atunci termenul de plată acordat tinde către 0 zile, iar prețul nu se negociază. Vă reamintiți exemplul cu firma de distribuție având un singur client, care se întâmplă să fie și unul din liderii naționali în producția de produse lactate? Acea firmă nu și-a negociat termenul de încasare al creanțelor, ci i-a fost dictat de client. Iată un alt motiv pentru care analiștii financiari strâmbă din nas în cazul în care o afacere are un număr redus de clienți, o dispersie mică a vânzărilor, chiar dacă acești clienți sunt multi-naționale de top.

- Creanțele reprezintă, de altfel, și o formă de finanțare inter-companii, practică de la începutul comerțului. Bineînțeles, ele sunt însoțite de datorii pe termen scurt, către Furnizori, și sunt analizate de obicei împreună. Dacă societatea încasează creanțele în medie la 30 de zile, și are datorii la furnizori tot de 30 zile în

medie, atunci situația este considerată normală, iar cash-flow-ul companiei nu este afectat. Însă dacă societatea încasează creanțele la 90 zile, însă își plătește furnizorii în medie <30 zile, atunci cineva trebuie să finanțeze acest ecart, de obicei o bancă, compania garantând tocmai cu acele creanțe, dacă sunt eligibile.



La fel ca și în cazul stocurilor, indicatorul cel mai important pentru analiza creanțelor îl reprezintă **Rotația Creanțelor**, și se calculează astfel:

Rotația Creanțelor = Creanțe / (Cifra de Afaceri / 365 zile) = Număr de zile în care în medie se încasează creanțele la momentul analizei;

Sau

Rotația Creanțelor = Creanțe / (Cifra de afaceri / 12) = numărul de luni în care se încasează în medie creanțele;

Creanțele incerte

Acestea sunt creanțe comerciale care și-au depășit termenul normal de încasare și față de care atât departamentul financiar al societății, dar și administratorul/acționarii,

au decis că este destul de probabil că nu se vor mai încasa vreodată. Ele se marchează ca atare în contabilitate, se constituie un provizion și în Pasiv, iar contul de profit și pierdere este afectat prin înregistrarea unor cheltuieli cu constituirea de provizioane.

Marcarea corespunzătoare a creanțelor incerte este un act de curaj din partea companiei, întrucât prin recunoașterea corectă a acestora și prin înregistrarea de provizioane, compania poate marca chiar și o pierdere în anul financiar respectiv, ceea ce îi poate afecta imaginea și colaborarea cu principalii finanțatori. Însă după depășirea acestui moment, orice recuperare ulterioară chiar și parțială a acestor creanțe, va duce la înregistrarea de venituri din provizioane și inclusiv o creștere a profitului.

Multe companii aleg însă să nu recunoască ca atare creanțele incerte și le lasă sub formă de creanțe comerciale obișnuite. De ce fac asta? Au deja o relație tensionată cu finanțatorii companiei (Furnizori, Bănci), liniile de credit se reînnoiesc tot mai greu de la un an la altul, întrucât situația financiară se deteriorează, iar compania dorește să declare un profit, chiar și minim, pentru a da o notă optimistă întregii activități. Dacă ar recunoaște că și o parte importantă din creanțe (care pot fi și puse în garanție, ipotecate la credit) nu se va încasa niciodată, cu siguranță principalii creditori ar începe să se retragă din parteneriat și ar solicita plata imediată a datoriilor, ceea ce ar afecta iremediabil compania.

Dacă se află în fața unui astfel de caz, rolul analistului este de a solicita și interpreta situația creanțelor pe categorii de vechime, comparând rapoartele primite cu termenele contractuale încheiate de companie cu principalii săi clienți. De exemplu, dacă în urma analizei constatăm că rotația creanțelor unei companii este în medie de 4,5 luni, însă termenele de plată din majoritatea contractelor sale comerciale sunt în medie la 1,5 luni, înseamnă automat că într-o majoritate covârșitoare creanțele sale conțin creanțe incerte sau creanțe mascate intra-grup.

Creanțe Intra-Grup

Ca și creanțele incerte, și acestea trebuie analizate cu foarte mare atenție, putând fi ascunse în valoarea globală a creanțelor companiei.

Dacă o societate comercială decide să se dezvolte prin deschiderea unei noi companii într-un al oraș sau alt domeniu de activitate, cea mai la îndemână formă de finanțare o reprezintă creditarea comercială. Compania-mamă transmite nou createi companii bunuri, cu un termen de plată nedefinit și pentru care nu se calculează penalități. Pe măsură ce vinde produsele primite, noua companie folosește banii rezultați pentru dezvoltarea afacerii. Deși nu este indicat, acest mod de dezvoltare a unui grup este practicat frecvent și acceptat până la un anumit

punct, cât timp vorbim de sume mici, ce nu afectează iremediabil activitatea firmei-mamă.

Acest mod de finanțare comercială intra-grup este folosit și în cazul fraudelor fiscale sau bancare, fapt pentru care analiștii trebuie să fie extrem de atenți la fluxul creanțelor și datoriilor față de furnizori și la calitatea contrapartidelor aflate în spatele acestor creanțe.

Exemplu de fraudă. La unitatea bancară X se prezintă o societate comercială „Oil Industries”, cu o dublă solicitare: 1. Plafon Factoring cu regres, 1 MEUR, valabilitate 12 luni; 2. Linie de Credit 1,5 MEUR, valabilitate 12 luni. TOTAL EXPUNERE: 2,5 MEUR

Datele afacerii:

- Domeniu activitate: Vânzare și cumpărare en-gros de combustibili petrolieri;
- Cifra de Afaceri 36 MEUR;
- Profit Net: 200.000 EUR;
- Active Imobilizate: 30.000 EUR (motivație: compania este un trader en-gros, nu are nevoie de mijloace de producție, iar transportul se face pe spezele furnizorilor/clientilor);

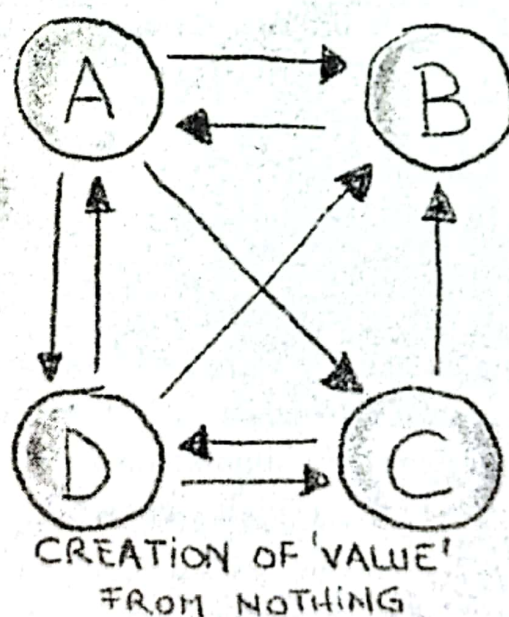
- Stocuri: 50.000 EUR (motivație: vânzarea are loc la comandă, compania nu stochează combustibili. Când apare o oportunitate de comercializare, mai întâi se semnează contractul și numai după aceea se caută furnizorul de unde se achiziționează marfa);

- Creanțe: 12 MEUR; 5-6 clienți în total;
- Datorii la furnizor: 15 MEUR 5-6 furnizori;
- Garanții oferite: creanțele comerciale;

Analistul calculează rotația creanțelor: 4 luni în medie; calculând și rotația datoriilor, rezultă că firma își plătește furnizorii în medie la 5 luni; Întrebând cine sunt clienții și furnizorii, constată că în peste 60% din cazuri sunt aceleași companii. Practic, o marfă probabil inexistentă se plimba doar pe hârtie între aceste companii. Toate aceste companii fac parte, cel mai probabil, dintr-un grup, chiar dacă acționarii declarați pot fi persoane fără o relaționare directă între ei. Fiecare astfel de companie se adresează unei bănci pentru finanțare, mizând pe faptul că va impresiona prin Cifra de afaceri substanțială. Un alt indiciu de fraudă pentru analist îl reprezintă vechimea companiei: de obicei, astfel de construcții financiare au o durată scurtă de 1-2 ani, iar înainte nu au existat. La emiterea fiecărei facturi intra-grup apare și TVA-ul aplicat ca % din sumă. Acest TVA (chiar dacă nu este încasat în realitate, întrucât nu se primește plată) va fi datorat de compania furnizor, care a facturat și va fi solicitat pentru recuperare de către compania client.

În 6 luni sumele devin importante, iar companiile care acumulează sume mari de plată a TVA, se grăbesc să-și declare falimentul. În aceste luni grupul infracțional respectiv (pentru că despre asta este vorba) va încerca să contracteze câte credite poate, înainte de a dispărea.

Acesta este un exemplu de fraudă mult simplificat. În realitate, rareori întâlnim situații atât de clare, în care atât clienții cât și furnizorii unei companii sunt aceiași, e mult prea simplu, iar infractorii nu sunt atât de proști. De regulă, vei întâlni **creanțe și datorii mari, un istoric scurt al afacerii, și o Cifră de afaceri în creștere exponențială**. Singurul lucru pe care trebuie să-l faci este să extinzi analiza și asupra acestor clienți și furnizori, bazat pe date publice, fără a da de înțeles solicitantului de credit că faci acest lucru. Vizita la sediul clientului a Managerului de vânzări este obligatorie și de obicei ajută, în sensul că uneori va descoperi că sediul nu există în realitate. Însă dacă descoperă un apartament de 2 camere în care-și are sălașul această companie, informația nu va fi concludentă: investitorul cu care se întâlnește îi va spune că afacerea este de trading en gros, unde importante sunt relațiile comerciale, nu mărimea și imaginea sediului sau numărul de salariați.



Concluzie: Creanțele intra-grup, coroborate și cu datorii intra-grup sunt periculoase. Companiile care fac asta nu ar trebui să solicite finanțări. Pe bună dreptate, dacă au ales să se extindă, să își crească afacerea folosind surse proprii, de ce nu continuă în direcția asta? Au realizat că nu le ajung banii sau că au greșit? Nu

este obligația unui Finanțator să repare greșeli de management, eu un lucru pe care eu l-am declarat și o să-l tot reiau pe parcursul acestei cărți. Iar dacă ar fi banii dumneavoastră, nu i-ați da 1 EUR, sunt sigur.

Avansurile plătite către terți

Acestea constituie tot o creanță comercială, și cât timp este relaționată strict de procesul de producție, nu reprezintă o amenințare la adresa bunăstării companiei. În cazul ciclurilor de producție complexe, care implică multiple materii prime, unele chiar rare, apare uneori nevoia de a achita un avans către unii dintre furnizori, pentru a securiza o livrare. Acest avans reprezintă 20-30% din prețul respectivei mărfi/serviciu, prin urmare, atunci când se analizează contul de creanță, sumele cu titlu de avans plătit nu ar trebui să fie semnificative.

Și totuși, când sunt importante ca valoare, trebuie investigat în detaliu. Este oare acest avans un credit intra-grup mascat? Reprezintă oare o sumă de bani plătită acționarului? Oare și-a pierdut acționarul încrederea în succesul afacerii și își retrage banii sub această formă până nu e prea târziu? La aceste întrebări trebuie să răspundă un potențial client în fața Finanțatorului, în cazul unor valori semnificative.

Finanțarea Creanțelor comerciale

Creanțele apar ca urmare a emiterii unei facturi cu un termen de plată negociat și se sting la termenul convenit prin încasarea sumelor de bani corespunzătoare. Ele au o durată de viață efemeră, iar produsul de finanțare ce le acompaniază trebuie să aibă exact aceleași caracteristici.

De regulă, după ce semnează contractul cu mult căutatul și vânatul client, cu plata la 60 zile, după ce livrează marfa, antreprenorul își pierde ușor din entuziasm, întrucât tocmai a realizat că în următoarele 2 luni banii săi vor fi blocați în buzunarul altuia. În tot acest timp el are cheltuieli curente, exigibile, pe care nu le poate amâna: plata salariilor, a chiriei pentru spațiu, a utilităților, a diferitelor taxe și impozite (din care TVA aferentă facturilor emise este cea mai importantă), a contravalorii materiilor prime/mărfurilor pe care le achiziționează etc. Antreprenorul nu poate opri activitatea companiei, așteptând să i se întoarcă banii din piață, el trebuie să-și finanțeze aceste creanțe.

Există **3 modalități** prin care antreprenorul/compania își poate finanța acest gol de trezorerie:

1. Prin sursă proprie a acționarilor. Este cea mai simplă soluție: acționarii vin cu o sumă mare de bani în companie, fie direct în Capitalul social, la înființare, fie ca și împrumut pe termen lung, constituind o resursă substanțială, pe care aceasta o folosește pentru a-și desfășura în bune condiții activitatea.

2. Prin obținerea de credit comercial din partea furnizorilor. Da, dacă acest lucru este posibil este indicat să fie uzitat din plin. Compania poate acorda un termen de plată de 2 luni în piață pentru marfa livrată, dacă furnizorul său îi acordă un termen de plată similar sau chiar mai mare.

3. Prin contractarea unui credit bancar (linie de credit, factoring, scontare creanțe); bineînțeles, compania va plăti o dobândă pentru aceste finanțări, însă dacă această dobândă este infimă comparativ cu marja comercială practică la vânzare, atunci merită din plin. Antreprenorul își va câștiga liniștea și va putea să-și onoreze toate plățile în bune condiții, în așteptarea încasării. Ba mai mult, în cazul Factoringului, Finanțatorul se ocupă și de recuperarea respectivelor creanțe, scutind compania de telefoane inutile în cazul întârzierilor la încasare.

Nu voi insista mult în acest moment pe acest subiect, respectiv finanțarea bancară a creanțelor, o voi face în detaliu într-un capitol separat, însă am o observație. De prea multe ori în practica bancară se finanțează creanțele prin linie de credit. Da, este facil, ușor de vândut și analizat, foarte ofertantă pentru companie, însă implică și niște riscuri importante. Aș zice că finanțarea prin linie de credit este potrivită companiilor de talie medie și mare, iar finanțarea prin factoring ar trebui folosită în special pentru companiile mici, la început de drum.

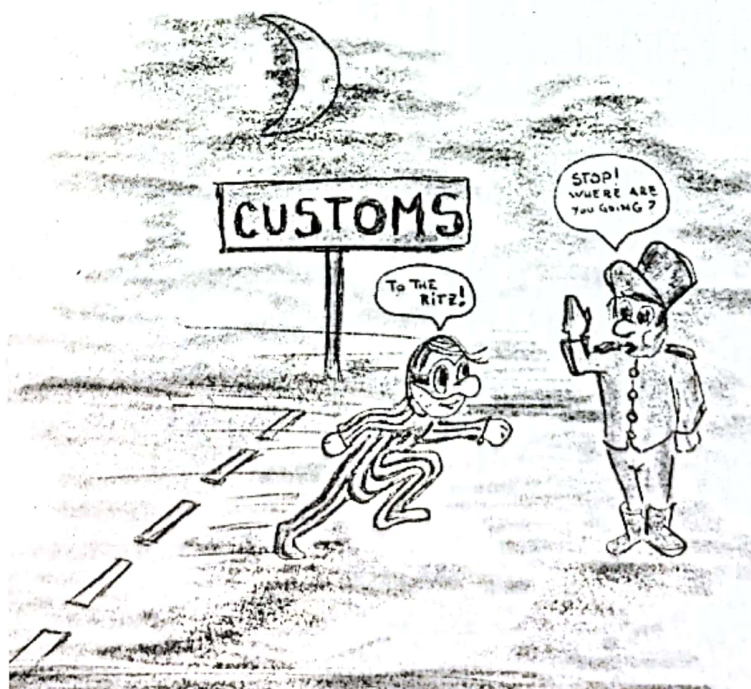
Linia de credit se acordă pe 12 luni, după care se reînnoiește pe un interval similar (la același nivel, în creștere sau în scădere). După ce este folosită prima dată (de la momentul acordării) pentru plata unor datorii, salarii, utilități etc., linia de credit fuzionează cu contul curent, astfel încât antreprenorului nu îi va mai fi clar cât cheltuie din propriile surse, și cât din linia de credit.

Aici este momentul în care se fac greșeli mari, ce vor face obiectul unor dispute și acuze de ambele părți mai târziu, între Finanțator și companie. Deși Finanțatorul a precizat foarte clar de la început că finanțarea se acordă pentru plata unor datorii curente, după fuzionarea cu contul curent compania poate face orice.

Exemplul pe care îl dau frecvent pe acest subiect este simplu și amuzant, însă adevărat. O mare companie de construcții, cu o Cifră de afaceri de peste 30 MEUR,

deținea o linie de credit la o bancă, în valoare de 9 MEUR. Finanțarea îi fusese acordată cu mulți ani în urmă, fusese consumată de mult, astfel că acționarii (o afacere de familie) nu mai făceau de mult diferența între banii proprii și banii băncii. Familia avea o casă minunată, deținea întotdeauna ultimul model de Porsche, copiii învățau la școli private. Orice cheltuială le trecea prin cap scoteau cardul și plăteau direct din contul firmei. Partea amuzantă acum vine: în toate vacanțele cu prieteni sau rude, ei nu rezervau hotelul alături de ceilalți, ci întotdeauna la Hotel Ritz! Mai mult, alegeau vacanțele astfel încât să existe un hotel din acest lanț în locația respectivă. În timpul vacanței, la shopping, cumpărau de mii de EUR, uimindu-și prietenii, după care atunci când vânzătorul dorea să le livreze zecile de produse, spuneau în timp ce extrăgeau cardul din buzunar: „Livrarea o faceți la Ritz, camera XI!” Impresionant, nu?

Cu 2 săptămâni înainte de falimentul brusc și murdar al afacerii, au cumpărat ultimul model de Porsche apărut, plătind tot din contul curent. După care, întreaga familie a părăsit țara, nemairevenind niciodată. Finanțatorul a rămas să descurce și să înțeleagă ce mai poate recupera din firmă, din garanțiile puse la linia de 9 MEUR, din creanțele incerte sau din cele deja încasate. Take it to the Ritz!



Finanțatorul fusese atât de idiot încât nu a cerut niciodată ca acționarii să semneze fidejutori în nume personal pe contractul de finanțare și nici nu le ceruse să garanteze cu un imobil, pentru că aceștia s-ar fi supărat. Garanțiile au fost în majoritate creanțe, iar Banca a pierdut 9 MEUR.

Revenind la Finanțarea prin factoring, aceasta este mult mai potrivită pentru finanțarea creanțelor, pentru că reprezintă în fapt o scontare a facturilor emise. De regulă, Finanțatorii oferă 80-85% din valoarea facturilor inclusiv TVA, însă oferă și servicii adiacente:

- Analizează în numele și pentru companie situația financiară a clienților potențiali, factorabilitatea lor, fiind un real sprijin pentru companie în contractarea de noi relații comerciale;

- Urmăresc creanțele, încasarea acestora în termenul convenit, oferă rapoarte de încasare către companie, sună companiile rău platnice etc. Credeți-mă, un client care își propune să întârzie plata se va gândi de două ori atunci când o bancă îl sună pentru recuperare.

După recuperarea și încasarea creanței, finanțarea în Factoring se stinge automat, Finanțatorul nu mai are riscuri, iar antreprenorul nu mai plătește dobânzi și comisioane. Din toate punctele de vedere finanțarea prin factoring a creanțelor este mai potrivită, însă nu întotdeauna este acceptată de companii, întrucât necesită o anumită rigurozitate. Take it to the Ritz! este mult mai plăcut atunci când vrei să ai libertate deplină și nicio formă de control sau responsabilitate, care în esență reprezintă un dispreț generalizat față de societate și partenerii de afaceri.

1.2.3. Disponibilitățile bănești

Din nefericire, în practica economică, întâlnim prea puține companii ce înregistrează valori importante în aceste conturi. Și mă refer aici la disponibilități bănești în moneda locală sau valută, sau investiții financiare/plasamente pe termen scurt. Și totuși atunci când întâlnim sume importante de bani în aceste conturi, chiar dacă este o veste bună, trebuie să cerem explicații. Enumeram mai jos următoarele situații (pot fi și altele):

- Companii ce își vând marfa sau își prestează serviciile în rețeaua proprie de magazine, cu încasare cash, sau în 15 zile maxim. Avem aici marii Retaileri sau companiile din sectorul telecom, școlile private etc.

- Companii ce dețin un oarecare monopol pe piață, locală sau internațională. Imediat ce lansează un nou produs, clienții se înghesuie să cumpere, aproape indiferent de prețul cerut. Sunt companii din domeniul tehnologiei în general, IT și

electronicii. Aceste produse au o dezvoltare complexă, implică un enorm efort intelectual și inovație, însă odată finalizat ciclul de producție, marjele comerciale practicate pot fi substanțiale, îmbogățind compania.

- Compania tocmai și-a vândut un activ din patrimoniu, prin urmare a încasat în conturi o sumă importantă de bani;

- Compania are un Fond de Rulment pozitiv, ceea ce înseamnă că sursele de finanțare atrase pe termen mediu și lung depășesc valoarea Activelor imobilizate. Surplusul de finanțare se poate regăsi în contul bancar. Un exemplu foarte simplu în acest sens îl constituie firmele aflate la început de activitate; acționarii au injectat în capitalul companiei o anumită sumă de bani, ce nu a fost cheltuit încă în totalitate, diferența regăsindu-se în contul societății.

Pentru finanțatori, companiile aflate în această situație sunt cei mai buni prieteni, însă și „dușmani”. Aceste companii au Rating-uri bancare foarte bune, primesc ușor aprobarea de credit, însă de cele mai multe ori nu o și accesează, întrucât nu au nevoie de cash. Dacă toate companiile ar fi în situația de mai sus, cu greu s-ar mai putea acorda vreodată un credit de trezorerie.

Exemplul următor mi s-a întâmplat în primii ani ai carierei mele bancare:

Am primit spre analiză dosarul unei mari companii, unul din liderii pieței logistice & transporturi, o companie multi-națională de prestigiu. Compania solicita o Linie de credit în valoare de 5 MEUR, garantată în totalitate cu creanțe, valabilitate 12 luni.

După procesarea datelor financiare și a celor comerciale, a reieșit un rating de top, cel mai bun pe care îl văzusem până la acel moment pentru o companie din țara mea. Valoarea creanțelor propuse în garanție era de 10 MEUR, deci suficiente, creanțele erau de calitate. Creditul a fost aprobat rapid, în 2-3 zile, și m-am simțit mândru pentru că am contribuit și eu la finanțarea acelei companii.

Au trecut 12 luni, iar dosarul mi-a revenit la analiză pentru reînnoirea valabilității liniei de credit. Soldul utilizat al liniei era 0 în acel moment, însă am presupus că e o situație excepțională și temporară. Nu era așa, colegii mi-au confirmat că această companie nu folosea niciun EURO din plafonul aprobat. Finanțarea nu generase venituri nici cât să acopere costul hârtiei pe care fusese tipărit contractul de credit. După încă 12 luni, situația era aceeași, iar după 2 ani compania a încetat să mai solicite finanțare.



Da, companiile aflate în această situație arată excepțional pentru un Finanțator și departamentele de risc în general, însă este foarte posibil să nu genereze niciun venit Finanțatorului, să fie doar un trofeu cu care se mândrește în portofoliul său. Mai mult, companiile respective pot fi în situația de a deveni ele însele finanțatori, pentru a-și folosi surplusul de cash, cum este cazul gigantilor telecom care au intrat pe piața finanțărilor de persoane fizice, respectiv proprii abonați.

CONCLUZII LA ACEST CAPITOL

Iată că, am finalizat cu succes trecerea în revistă a „Averii” unei societăți comerciale. Am aflat că simpla afirmație că o companie este bogată, pentru că deține terenuri, clădiri, mijloace de transport, sau are magazinul plin de marfă, nu este întotdeauna adevărată. Am aflat și am detaliat că:

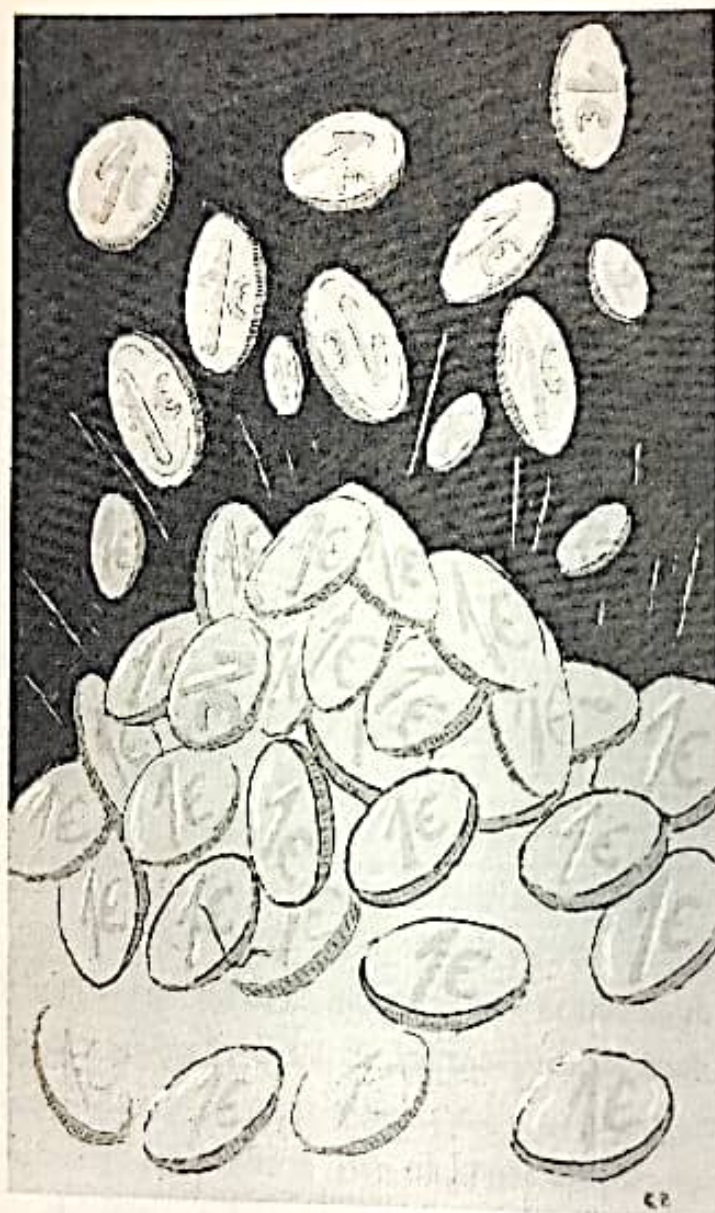
- A deține **active imobilizate** (terenuri, clădiri, utilaje, vehicule, participații în alte companii) nu este întotdeauna o fericire, dacă aceste sunt nefolosite, fără o

legătură cu obiectul de activitate al companiei, subiectul unor împrumuturi financiare contractate greșit și costisitoare; de asemenea, deținerea de astfel de imobilizări trebuie strict corelată cu dimensiunea companiei, obiectul de activitate, structura ciclului de producție.

- A deține **stocuri de marfă** în cantități și valori mari este și nu este un simbol al averii și bogăției; într-adevăr, dacă acel stoc este finanțat în totalitate pe credit furnizor sau bancar, dacă este slab vandabil, cu o rotație lentă, sau mai rău – dacă este și perisabil – atunci el poate pune întreaga firmă în pericol, mergând până la faliment. Stocul de materii prime și de produse finite, volumul de servicii ce poate fi oferit, trebuie să fie dimensionate proporțional cu capacitatea companiei de a vinde, cu capacitatea de a le produce; orice dezechilibru în acest sens se plătește, fie prin finanțarea excesivă ce trebuie contractată pentru a le deține (varianta ușoară), fie prin înregistrarea de pierderi din exploatare, în cazul rebuturilor sau a produselor de calitate inferioară.

- A înregistra **creanțe** de valori mari este de obicei un lucru bun, însă și acestea trebuie dimensionate funcție de vânzările lunare ale societății; dacă vinzi și nu încasezi nimic, după câteva luni vei fi silit să închizi firma fiind în incapacitate de plată. Chiar și dacă încasezi normal, în 1-2 luni calendaristice și contractezi o finanțare în spate pentru a sconta aceste creanțe, mare atenție la modul în care folosești acei bani. În momentul în care primești acești bani, destinația lor nu trebuie să fie o mașină de lux, ci relansarea unui nou ciclu de producție: achiziție materii prime, plată salarii, chirii, taxe și impozite; doar la finalul anului fiscal, după încasarea dividendelor, te poți gândi și la mașina mult dorită.

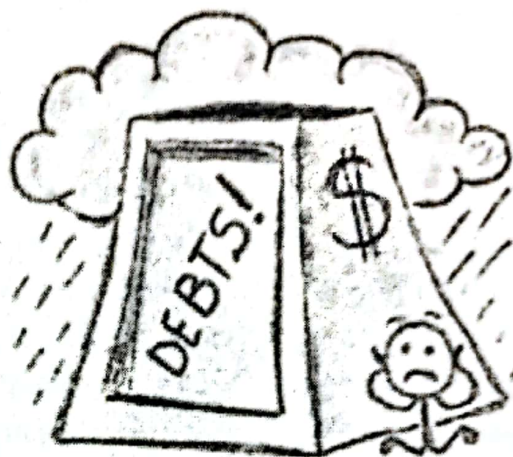
În continuare vom vorbi despre conturile de pasiv ale societății, respectiv capitalurile proprii și datoriile pe termen scurt, mediu și lung. Cu toate că analiza și gestionarea datoriilor nu a fost niciodată punctul forte al niciunui antreprenor (altfel nu am mai avea antreprenori), acestea necesită o cunoaștere aprofundată, sau cel puțin o dimensionare corectă. În momentul în care lucrurile se pierd de sub control în Pasiv, activitatea companiei este pusă în pericol, și de obicei acționarii sunt ultimii care realizează acest lucru.



CAPITOLUL II

DATORIILE (PASIVUL)

În paginile următoare vom vorbi în detaliu despre conturile de datorii: datorii față de acționari/asociați, datorii față de instituții financiare, datorii față de furnizorii de materii prime și mărfuri, datorii față de terțe persoane/companii, care au oferit companiei un bun sau au prestat un serviciu, neplătit încă. Termenul de „datorie” are de obicei o conotație negativă în mentalul colectiv, este asociat cu o stare de tensiune mentală și chiar fizică, este răul necesar ce propulsează înaintea compania.



Datoria a reprezentat în fapt la momentul contractării un **cost de oportunitate** pentru cel ce o deține. Proprietarul datoriei și-a dorit atât de mult să facă o investiție, să achiziționeze un bun/serviciu, încât plăcerea generată de acel stimul a depășit neplăcerea indusă de contractarea unui nou împrumut și amanetarea veniturilor viitoare. Ființe subiective prin însăși rațiunea lor de a fi, oamenii au tendința să ignore viitorul atunci când își satisfac o plăcere prezentă. Vezi un autoturism de lux într-un showroom, la care ai visat de ani de zile; pe eticheta lipită de parbriz un magician a scris că poate fi a ta cu doar 500 EUR pe lună. Da, este o cincime din venitul tău lunar și poate vei fi nevoit să îți înăsprești nivelul de trai de până atunci, însă pe moment impulsul este de a contracta acel împrumut imediat. Te gândești vag că oricum venitul tău va crește, cariera ta este înfloritoare, piața muncii este efervescentă. De obicei, ajunși în acest punct, debitorii entuziaști au tendința să nu citească nimic din hârtiile pe care le semnează, aruncă doar o privire voalată scadențarului cu rate lunare. Nimic nu le poate ruina plăcerea momentului, cu toate că reprezentantul Finanțatorului încearcă: „semnați vă rog pe fiecare pagină, și aici, și aici. Citiți măcar condițiile specifice, unde sunt precizate particularitățile contractului dumneavoastră. Mulțumesc, păstrați vă rog exemplarul Dvs”. Câteva luni mai târziu, plictisit de mașină, clientul tocmai realizează că va fi nevoit să își anuleze vacanța mult dorită, spune că nu înțelege nimic din factura lunară de rată, el nu a discutat așa ceva. Nici în acest moment nu se obosește să își citească în liniște contractul, acasă, pentru că simte că dacă va face acest lucru va descoperi noi motive de enervare. Se victimizează, spunând tuturor cunoscuților cum a fost el păcălit de Finanțatorul X, sfătuindu-i să nu facă aceeași greșeală.

Vedeți voi, în afara faptului că primesc venituri din comisioane și dobânzi, Finanțatorii au o existență dramatică și ar trebui apreciați pentru asta, pentru că o suportă cu stoicism. Există o combinație ciudată de dispreț combinat cu respect față de instituțiile financiare, ca percepție generală a pieței. Divinizați în scurtul moment de euforie, când investitorii/consumatorii ar face orice pentru a-și pune în practică proiectul, sunt blamați pentru toate problemele economiei, pentru eșecul în afaceri al unor antreprenori ghinioniști, pentru greșelile crase de management al companiei cu consecințe nefavorabile. Cioclii ai economiei în perioade de criză și rău necesar în perioade de boom economic, instituțiile financiare duc o existență lipsită de glorie, lucru care se restrânge asupra majorității angajaților. Vă reamintiți cum sunt înfățișați bancherii în romanul Harry Potter: goblini cu nasul lung și coroiat, numărând tacticos monede de aur, bănuitori și inteligenți. Atunci când ești nevoit să ai de-a face cu ei, intri politicos și pleci cât de repede poți după ce ai rezolvat problema. Spre deosebire de ei, medicii duc existența unor zei pe muntele Olimp, în lupta lor eroică cu bolile, ei salvează vieți omenești. Arhitecții sunt percepuți ca minți luminate, artistice, absorbiți și pasionați de munca lor, al cărei produs minunează și copleșește. Finanțistii rămân goblinii lui Potter în percepția generală, nu putem schimba acest arhetip, însă pentru cititorii acestei cărți voi încerca să demonstrez contrariul, prin prezentarea artei din spatele hârtiilor, a satisfacției personale induse de finalizarea unui proiect cu succes.



În perioada de maxim a crizei economice, am întâlnit foarte mulți antreprenori furioși, dornici să-și verse mânia pe principalul lor partener – Banca. „Banca este instituția care îți dă umbrela când e soare, însă ți-o ia când plouă”, au zis ei, „Ați nenorocit economia cu prea multe credite acordate, ni le-ați băgat pe gât, acum nu mai putem plăti”. Ca manager de vânzări, care a fost prezent și la momentul acordării creditului, aș fi putut să le amintesc ce presiuni au făcut asupra mea atunci când nu le venea aprobarea suficient de repede, ce injurii instituționale am primit că suma aprobată este prea mică, sub ceea ce au cerut, este o bătaie de joc însă nu mai au timp să meargă la altă instituție financiară acum după ce le-am ținut dosarul 2 săptămâni etc. Firme cu o activitate bună în transporturi contractau entuziast credite pentru lansarea de hidrocentrale electrice fără nicio experiență în domeniu, linii de credit acordate pentru plata salariilor erau folosite cu nepăsare la construcția de sedii sociale și spații comerciale mai mari, mai încăpătoare. Nu existau firme de construcții care să nu dezvolte în secret și un bloc de locuințe pentru zile negre. Am cunoscut investitori cu 8 clase, limitați, care au descoperit în faptul că prețul terenurilor se dublează la fiecare 12 luni adevărata piatră filozofală a existenței umane. Înarmați cu 1 MEUR „moștenire” și cu un dispreț sănătos asupra oricărui sfat sau îndemn la temperare, s-au aruncat cu capul înainte cumpărând terenuri în stânga și în dreapta, construind case și hoteluri bazat doar pe instinct, fără niciun studiu prealabil. Partea proastă este că au atras în acest iureș și instituții financiare mult prea credule, iar când au pierdut totul, vina a fost exclusiv a Finanțatorului, care nu l-a tras de mânecă suficient, până la rupere, dacă era nevoie, pentru a-l opri din marșul său spre îmbogățire rapidă.



Am găsit de cuviință atunci când m-am confruntat cu astfel de situații să ofer consultanță psihologică, suport moral și să sprijin antreprenorul respectiv cu un plan de restructurare agreeat în comun. Dacă vorbim însă de acest segment, al

companiilor aflate în dificultate, atenția Finanțatorului trebuie să fie maximă. Simțind mirosul sângelui, acestor companii li se asociază o pleiadă de specialiști în insolvență, administratori judiciari, consultanți financiari, executori judecătorești, așa-ziși salvatori de ocazie care se oferă să cumpere activul la un sfert din preț etc. Toți aceștia încearcă să dezbine clientul de finanțatorul său, în condițiile în care nu doresc decât câștigul personal sau al grupurilor de interese obscure ce se rotesc deasupra cadavrului în descompunere. Rămân la convingerea că relația Finanțator-Client trebuie să fie directă și corectă, comunicarea trebuie să fie cât mai deschisă, lăsând orgoliile inutile deoparte, de ambele părți, fără influențe venite din alte zone; nimeni și nimic nu poate suplini acest lucru prin Business Planuri fanteziste făcute din pix, nimeni nu își cunoaște mai bine afacerea decât antreprenorul în sine. În majoritatea covârșitoare a cazurilor nefericite, Finanțatorul și Clientul sunt singurii care pierd bani, toate celelalte categorii enumerate mai sus câștigă, și asta ar trebui să dea de gândit.

În peste 95% din cazuri, activitatea economică a unei societăți comerciale presupune contractarea unor credite, a unor împrumuturi. Fie că este vorba de achiziția unui activ imobilizat (clădire, mijloc de producție), fie că este vorba de finanțarea unor creanțe, așa cum am văzut în paginile precedente, împrumutul corect acordat accelerează și multiplică procesele operaționale, conduce la creșterea Cifrei de afaceri și a Profitului, are un efect de levier pentru companie. Pentru a reprezenta în scris aceste datorii în scopul măsurării și monitorizării lor, contabilitatea folosește noțiunea de PASIV.

PASIVUL unei societăți comerciale conține următoarele clase principale de conturi:

- Capitalurile Proprii ale societății;
- Datoriile pe termen mediu și lung;
- Datoriile pe termen scurt.

În continuare vom parcurge împreună fiecare clasă de Pasiv, cu exemple elocvente pentru fiecare caz în parte.

2.1. Capitalurile proprii ale societății

Capitalurile societății reprezintă sursa de finanțare proprie, constituită fie prin aport asociați, fie prin acumularea în timp a unor profituri ce au rămas nerepartizate pe dividende, ca surse viitoare de investiții.

Capitalurile proprii se compun din:

- Capital Social;
- Profit Nerepartizat;
- Diferențe din reevaluare;
- Profitul/Pierdere exercițiului financiar curent.

Capitalul Social

Capitalul social reprezintă suma de bani pe care o aduc acționarii în companie la început, la înființarea acesteia, cu posibilitatea ulterioară de suplimentare a acestei sume, fie din voința proprie a acționarilor, fie ca și condiție în cazul contractării unui credit.

Companiile sunt înființate în baza unei idei de afaceri pe care unul sau mai mulți asociați/acționari o au. Aceștia își redactează mental sau în scris un Business Plan în care, pe lângă Veniturile estimate, pregătesc și un proiect de cheltuieli, o sumă de bani absolut necesară pentru a demara afacerea. Acționarii pot veni cu întreaga sumă în companie, direct în capitalul social, sau o pot împărți: o parte în capitalul social și o parte sub formă de împrumut acordat companiei, purtător sau nu de dobândă, ce va putea fi ulterior recuperat din profiturile realizate. Un lucru este cert: banii investiți în capitalul social al companiei nu se vor mai putea recupera, ceea ce nu este un aspect negativ pentru asociați cât timp compania generează profituri și implicit dividende, însă în cazul în care afacerea se dovedește a fi o himeră și falimentează, acea sumă de bani este pierdută.

Tocmai din acest motiv majoritatea afacerilor din zona societăților cu răspundere limitată, mai ales a celor de tip afacere de familie, debutează cu un Capital social minim, de fapt minimul cerut de legislație pentru a înființa o companie. Chiar dacă asociații sunt optimiști cu privire la succesul ideii lor de afaceri, ca orice antreprenor, la momentul inițial sunt dispuși să blocheze în capital o sumă minimă, venind de obicei cu sume suplimentare pe parcurs, sub formă de împrumuturi rambursabile.

Atunci când privim lucrurile însă de partea cealaltă a baricadei, a Finanțatorului, solicitarea de a acorda un credit unei companii start-up, la început de drum, este privită cu suspiciunea maximă. Și este și de înțeles, nu credeți?

Să luăm un **exemplu**:

Societatea „**Fresh Tomatoes SRL**”, cu sediul social într-o localitate rurală, înființată cu 7 zile în urmă, solicită următoarele finanțări:

– Credit de investiții în valoare de 198.000 EUR pe 7 ani pentru finanțarea unei sere de legume; investiția este estimată la 220.000 EUR; sursă proprie 10%, respectiv 22.000 EUR;

– Leasing Financiar pentru finanțarea achiziției unei mașini de 3,5 tone pentru transport marfă, valoare tranzacție 20.000 EUR, 5 ani, avans 10% (2.000 EUR).

Societatea nu are niciun activ, deține un **capital social de 100 EUR** (minimul cerut de lege în țara noastră este de aproximativ 50 EUR), cu posibilitatea ca asociații să mai aducă în companie cu titlul de împrumut suma de 24.000 EUR pentru susținerea investițiilor.

Se observă cu ușurință că Finanțatorul este solicitat să contribuie cu 90% din investiție, respectiv suma totală de 216.000 EUR, în timp ce asociații „sunt dispuși” să suplimenteze fondurile la dispoziția companiei (în afara capitalului social) cu 24.000 EUR.

Dosare de creditare de genul acesta nu sunt puține. Ele sunt așa cum vă așteptați respinse în proporție de peste 98%, însă continuă să vină pe circuitul bancar clasic (solicitare în agenție, înaintare către sucursala regională și departamentul analiză), blocând întregul proces de aprobare și întârziind nepermis de mult timpii de analiză dedicați tranzacțiilor viabile. Și asta, pentru că întotdeauna vor fi angajați bancari suficient de disperați să-și realizeze țintele de buget vânzări, încât să-și răpească din timpul prețios ore și zile în șir pentru a asculta, înțelege și susține asemenea proiecte, fără ca în tot acest timp să creadă o singură secundă în ele. Directori de agenție entuziaști și furnăitori veniți în vizită inopinată la Sucursala regională să susțină eroic o nouă investiție fantezistă, roșesc și încearcă să schimbe subiectul atunci când sunt întrebați: **„Dacă ar fi banii tăi, ai finanța?”**. „Păi da, într-adevăr e riscant, dar îl cunosc pe antreprenor, e om serios, am petrecut copilăria împreună”. Situația tocmai s-a înrăutățit, deoarece este foarte posibil ca în prezența unui prieten din copilărie directorușul nostru să-și fi pierdut complet busola obiectivității. Tocmai de aceea, fără a trăda vreo emoție evidentă, repetăm întrebarea:

– Dacă ar fi banii tăi, i-ai acorda acest împrumut prietenului tău din copilărie? Fratelui tău, ca să punem lucrurile într-o perspectivă mai clară?

– Păi, nu prea cred, vine răspunsul.

– Explică-mi de ce.

– Sunt mai multe motive.... În primul rând ideea de afaceri a plecat de la faptul că vărul lui din satul vecin a făcut o seră și livrează roșii către supermarket-ul X din oraș. Numai că omul nostru nu are experiență, el fiind dulgher de meserie.

– Bun, unul la mână. Mai departe, te rog.

- În al doilea rând planul de afaceri pe care ni l-a pus la dispoziție este făcut de profesorul Y de la Liceul agricol din oraș. El a mai făcut astfel de proiecte pentru obținerea de finanțări europene, însă nu pot să spun că se pricepe la sere de legume, la detaliile unei astfel de afaceri. Cel mai probabil la redactarea Cash-Flow-ului estimat și-a stabilit marja profitului la nivelul cerut pentru a se putea rambursa ratele de credit/leasing. Nu cred că procentul profitului estimat acolo are vreo legătură cu realitatea, omul ăsta face proiecte la comandă.

- Doi. Altceva?

- Sursă proprie, domnule director. Sursa proprie e prea mică. Doar 10% pentru o investiție de 240.000 EUR? Prea puțin, mult prea puțin. Ca să putem discuta o asemenea afacere ar trebui să aducă cel puțin 40%, adică 96.000 EUR. Adică risc și eu..., adică bancă, dar să riște și el. Așa mi se pare normal.

- Perfect, prietene! Tocmai ai finalizat prima ta analiză financiară! Te mai întreb un lucru: dacă prietenul tău din copilărie ar avea acești bani și ar fi dispus să îi riște în această afacere, la ce moment vrei să-i aducă? Intrăm noi mai întâi, și după aceea îi aduce și el?

- Nu, doamne ferește! Dacă nu-i mai aduce pentru că se răzgândește? Nici pomeneală, îi va aduce la momentul zero, în capitalul social!

- Să creionăm atunci o propunere comercială pe care să o discutăm cu clientul și dacă este de acord, o vom înainta departamentului analiză/risc: **40% sursă proprie adusă în avans, sub formă de capital social al acestei companii, 60% finanțare bancară; prietenul tău semnează ca și Fidejutor contractele de credit, astfel încât dacă afacerea pierde răspunde cu averea personală, astfel se va gândi de zece ori dacă mai începe sau nu investiția. Dacă știe în ce intră, va semna; dacă este doar un vis oarecare, la care nici măcar nu a reflectat temeinic, nu va accepta să semneze. Și să facă bine să meargă la supermarketul din oraș și să încerce, cu ajutorul vărului, să-și negocieze un contract anual de desfacere legume și un preț minim garantat. Va trebui să ne prezinte acel contract.**

Dacă investitorul este decis să facă această afacere, a studiat bine procesul tehnologic și dispune și de resurse, proiectul are șanse uriașe să se finanțeze în condițiile de mai sus. Însă logica urmată mai sus nu ar trebui să se desfășoare la nivelul unui decident sau membru al Comitetului de credit regional/central, ci chiar la momentul zero, în mintea clientului și a consilierului lui financiar. Ne suflecăm mâinile și analizăm detaliile unui cash-flow numai după ce am petrecut 5 minute reflectând asupra a două întrebări:

1. Cât de mult bun simț are această solicitare?

2. Dacă ar fi banii noștri i-am da, sau nu? Dacă nu, în ce condiții am fi dispuși să ne reconsiderăm decizia?

În lumea vânzărilor de credite pentru companii, marea majoritate a consilierilor financiari preiau solicitarea clientului fără niciun fel de filtru, doar pentru a o înainta pe flux. Din acest motiv, rata de aprobare a dosarelor în unele instituții financiare este undeva la 50%. Poate că nimeni nu consideră acest lucru anormal, însă timpii globali de aprobare sunt afectați, avem clienți buni nemulțumiți de serviciul prestat. Am făcut timp de 2-3 ani următorul experiment: am train-uit forța de vânzări cu privire la analiza financiară a companiilor, i-am impus o gândire critică în faza de ofertare; rezultatul a fost uimitor: 85-90% din dosarele de credit introduse pe circuit au fost aprobate, cu o economie teribilă de timp în toate etapele. Este mai simplu și mai ușor să-i spui direct unui client de la început că proiectul său nu are șanse fără o sursă proprie de 30-35%, decât să-i promiți 10% iar după 2 săptămâni de analiză să trebuiască să-i ceri triplu. În plus, este total neprofesionist și pe termen scurt și mediu afectează imaginea companiei pe care o reprezintă.

A nu se înțelege greșit că societățile comerciale trebuie să dețină un capital social substanțial pentru a accesa credite. Nu, deoarece întotdeauna se analizează întregul pachet. Dacă societatea are deja un istoric, o Cifră de afaceri interesantă și un Profit acceptabil, atunci valoarea capitalului social devine nesemnificativă. Însă în cazul finanțării start-up-urilor, întotdeauna se va aduce în prim plan în discuție.

Profitul nerepartizat

Profitul nerepartizat reprezintă o altă sursă de finanțare a companiei. În timp, pe măsura înregistrării unor profituri anuale, asociații/acționarii pot decide ca acestea să rămână parțial sau în întregime în societate. Așa cum am prezentat în capitolul anterior, companiile se regăsesc în permanență într-un proces investițional. Fie că trebuie să se adapteze la piața în continuă mișcare, fie că trebuie să își înlocuiască capacitățile de producție depreciate, companiile au în permanență nevoie de surse de finanțare. Și întrucât acestea nu pot fi în totalitate formate din finanțări externe, acționarii trebui să aibă grijă să rețină în societate o parte din profitul anual, să nu retragă totul sub formă de dividende. De altfel, este și o formă de neseriozitate să retragi întregul profit din companie (de exemplu 1 MEUR) și o lună mai târziu să te prezinți la un Finanțator cerând un credit de 1 MEUR pentru refacerea capitalului de lucru, sau pentru finanțarea unei investiții. Funcție de compania pe care o reprezinți, ai mari șanse să primești un răspuns negativ, bazat exclusiv pe comportamentul tău lacom și egoist.

Sumele alocate anual din profit se adună în acest cont de Profit nerepartizat, până când acesta ajunge să reprezinte o componentă importantă a Pasivului bilanțier. Am întâlnit multe cazuri în care aproape întreg Capitalul propriu al companiei era reprezentat de Profitul nerepartizat. În astfel de situații, simpla promisiune a acționarului că nu va retrage aceste sume distrugând întreaga companie nu mai este suficientă pentru Finanțatorul pus în situația de a acorda un credit substanțial. Oricând aceste sume pot fi retrase de acționar sub formă de dividende, este dreptul lui; de aceea, în astfel de cazuri, creditele vin la pachet cu următoarea condiție: *„Anterior punerii la dispoziție a creditului, clientul va face dovada majorării Capitalului social cu x EUR, folosind în acest sens sumele existente în contul de Profit nerepartizat”*.

Diferențe din Reevaluare

Prețul activelor unei companii, valoarea la care pot fi ele valorificate pe piața liberă la un moment dat este în continuă mișcare. Dacă în cazul mijloacelor de producție și transport lucrurile sunt clare, acestea devalorizându-se anual în bilanț datorită amortizării, în cazul terenurilor și clădirilor lucrurile pot sta diferit. Orice creștere a valorii acestora se reflectă în contabilitate prin modificarea în sus a valorii înregistrate în Activ, însă cu reflectarea corespunzătoare în Pasiv a acestei diferențe pozitive în contul despre care vorbim.

În general acesta este văzut că un lucru pozitiv, activele societății sunt valoroase și se apreciază, datorită vadului comercial din zona respectivă, evoluției economiei naționale sau regionale, modului în care sunt întreținute și reparate. Sunt și situații în care lucrurile nu stau deloc așa și este cazul multor companii de talie mică și medie în perioada post-criză.

În perioada 2004-2008 multe companii aflate în plină dezvoltare au constatat că valoarea terenurilor și clădirilor pe care le dețineau se dubla de la un an la altul și au marcat acest lucru în contabilitate, înregistrând diferențe din reevaluare substanțiale. Influențate puternic de aceste evoluții, Capitalul propriu al companiei a crescut în valoare, cu toate că acționarii retrăgeau întregul profit net anual sub formă de dividende. Compania a continuat să aibă acces la credite, întrucât Cifra de afaceri era în creștere, activele erau valoroase și în creștere – constituind garanții solide la credite, iar sursa proprie/capitalul propriu era substanțial.

După criză însă, prețul activelor s-a prăbușit catastrofal, însă nu toate companiile s-au grăbit să mai reflecte acest lucru în contabilitate. De ce au făcut

asta, cu toate că plăteau impozite mai mari în multe cazuri? Răspunsul este simplu și îl veți înțelege din exemplul de mai jos.

Exemplu

Fabrica de mezeluri „**Best Salami**” deține în proprietate o hală de producție în valoare de 5 MEUR, conform sumei înregistrate în Activul imobilizat, construită în perioada de boom economic, în 2005, cu un credit bancar de 1,8 MEUR, în sold la momentul actual 1 MEUR. Compania mai deține și credit de capital de lucru, linie de credit, de 2 MEUR.

Capitalul propriu al companiei are valoarea de **4,5 MEUR**, compus din Capital social 0,5 MEUR, Profit nerepartizat 1 MEUR și Diferențe din reevaluare 3 MEUR.

Total ACTIV/PASIV 9 MEUR.

Cum s-a ajuns la aceste valori? În perioada 2005-2008 anual, compania și-a evaluat pozitiv valoarea fabricii în contextul pieței și a tot crescut-o de la 2 MEUR cât a fost inițial la 5 MEUR cât este reflectată în bilanț în prezent. După prăbușirea prețurilor, fabrica și-a pierdut mult din valoare, însă în contabilitate lucrurile au rămas neschimbate. Pentru orice Finanțator neatent, situația bilanțieră este favorabilă, **cu 50% din Activ finanțat din surse proprii**, respectiv din Capitaluri proprii.

Anual, se face revizuirea creditelor de investiții în sold (la care fabrica este pusă în garanție) și reînnoirea liniei de credit. Urmare a raportului de evaluare efectuat de un specialist, valoarea fabricii este stabilită în prezent la 1,5 MEUR.

Un analist superficial se concentrează în acest moment doar pe întrebarea privind garanțiile la cele 2,8 MEUR în sold: ce garanții suplimentare să aducă clientul pentru a acoperi diferența de 1,3 MEUR? După lungi tratative cu clientul acesta accepta în cele din urmă să garanteze cu stocuri și creanțe.

Însă procesul de gândire al analistului trebuie să se extindă acum asupra bilanțului societății. El trebuie să-și construiască bilanțul real, ajustând Activul și Pasivul conform noului context de piață:

- Activul va pierde 3,5 MEUR (Activul Total va fi egal cu 5,5 MEUR), respectiv în Activ imobilizat hala de producție se va regăsi cu doar 1,5 MEUR;

- Capitalurile proprii vor pierde tot 3,5 MEUR, diferențele din reevaluare devenind negative, 0,5 MEUR. Capitalurile proprii ale societății vor fi în valoare totală de 1 MEUR. Mascate până acum, se observă astfel foarte clar consecințele politicii agresive de distribuire integrală pe dividende practicate de acționari în ultimii zece ani, cu acordul tacit al Finanțatorului;

- Finanțatorul, cu cele 2,8 MEUR credite acordate, este deja principalul creditor al companiei, cu peste 50% din Pasivul bilanțier. Poziția lui de risc este semnificativ crescută și este evidentă, comparativ cu situația precedentă.

Având în față situația reală, Finanțatorul își reajustează abordarea de risc față de această companie, impunând un control mai strict asupra distribuirii de dividende, investițiilor făcute și majorării finanțărilor. Este foarte posibil ca și rating-ul intern atribuit clientului să sufere modificări negative. Iată cum o schimbare de perspectivă dă o nouă dimensiune unui proiect investițional de mari dimensiuni.

Tocmai din acest motiv acționarii țineau situația înghețată la nivelul vârfului de valoare din 2008, cu un bilanț gonflat și nerealist. În anii următori ei vor trebui să-și recapitalizeze firma prin menținerea unei părți consistente din profit în Profit nerepartizat/majorare Capital social, în scopul revigorării contribuției proprii la afaceri.

Profitul /Pierdere Exercițiului Financiar curent

Lunar, companiile contabilizează în bilanță situația Contului de Profit și Pierdere. El este pe Credit, atunci când compania înregistrează profit și pe Debit, când avem pierdere. Semestrial și anual, compania întocmește și un Bilanț, care reprezintă o poză a situației financiare a companiei la acel moment.

Atunci când intră în discuție cu un potențial client, vasta majoritate a reprezentanților de vânzări ai Finanțatorilor se uită rapid pe 2 indicatori: Cifra de afaceri și nivelul profitului. Problema nu este că verifica dacă firma este sau nu pe profit, ci că urmăresc doar acești doi indicatori, situația putând fi mult mai complexă în realitate.

La finalul fiecărui an, acționarii companiei decid ce procent din profitul realizat se repartizează pe dividende, ce procent în Profit nerepartizat și cât în majorarea Capitalului social (dacă e cazul). Atunci când compania înregistrează pierdere la finalul anului financiar, o înregistrează ca atare în pierdere cumulată și se raportează pe anii viitori. Această pierdere cumulată poate fi acoperită ulterior imediat, în anul următor, dacă societatea înregistrează un profit suficient, sau poate fi acoperită în ani consecutivi. Este normal și de înțeles ca o companie start-up să înregistreze pierderi 1-2 ani, până la atingerea pragului de rentabilitate și trecere pe profit, însă pentru o companie aflată la jumătatea ciclului său de viață, pierderile consecutive dau un semnal foarte negativ Finanțatorilor (instituții financiare și furnizori); aceștia încep să se țină la distanță de compania bolnavă (ca să nu se contamineze) și îi urmăresc nepăsători declinul.

Pierderile cumulate pot depăși în timp ca valoare valoarea celorlalte elemente de capital, astfel încât întregul Capital propriu al companiei este negativ. Acest lucru înseamnă că asociații nu mai au nicio contribuție la această companie, ea supraviețuind exclusiv pe baza creditelor acordate de terți; foarte periculos, sub 10% din aceste companii supraviețuiesc mai mult de 3 ani. Retrageți-vă fondurile acordate cu titlu de împrumut în măsura posibilităților!

Revenind la profit, și acționarii știu că acest indicator este important pentru finanțatori și au grijă, chiar și în situațiile în care au dificultăți reale, să lase un profit chiar și simbolic, doar care să păstreze deschise ușile creditului de capital de lucru. Voi detalia prin mai multe exemple la capitolul 3 astfel de situații, însă în exemplul de mai jos doresc să evidențiez cât de importantă este pentru Finanțator menținerea unei atenții active atunci când citește bilanțul unei companii, chiar dacă este vorba de un client foarte vechi, bun platnic și corect.

Exemplu

Societatea „**Green Tabacco**” este un distribuitor mare de produse din tutun, ce acoperă sudul țării. Cifra de afaceri a avut o evoluție constant bună, chiar și în criză, înregistrând valori crescătoare, de 80 MEUR, 85 MEUR, 90 MEUR în ultimii 3 ani. Profitul net a fost modic, doar 0,1% din Cifra de afaceri, respectiv 80.000 EUR, 85.000 EUR, 90.000 EUR.

Compania este o afacere de familie, fiind deținută de un singur acționar. În ultimii 3 ani, societatea a făcut investiții importante în flota de vehicule de distribuție (2 MEUR), dar și în construcția unui nou sediu social (1 MEUR) și în mașini de lux (200.000 EUR); tot ce s-a investit este finanțat cu credite de investiții & leasing, în proporție de 90% (2,9 MEUR). De fapt, Activul imobilizat al companiei a ajuns la 6 MEUR, valoare netă. Societatea mai beneficiază și de credite de capital de lucru pentru activitatea curentă de cca 9 MEUR, acordate de 5 bănci, sub forma unor produse de finanțare diferite: Linie de credit, Factoring, Credite pe termen scurt cu rambursare, Factoring etc.); clientul este corect, își plătește ratele la timp fără o zi întârziere. Este fidel băncilor cu care lucrează, cu mențiunea că atunci când își propune o nouă investiție nu ține cont de sfatul nimănui, ci își urmează instinctul și o demarează, solicitând ulterior noi finanțări de capital de lucru pentru reîntregirea cash-flow-ului imobilizat.

Analistul băncii X primește dosarul de reînnoire a facilităților de credit, 3 MEUR, plus o creștere modestă de 500 KEUR, motivată de creșterea Cifrei de afaceri

a companiei și de perspectivele bune și pentru anul următor. Garanții sunt suficiente, compuse din imobile, terenuri și stocuri de marfă.

La prima vedere dosarul este relativ simplu: avem un client fidel, serios, atașat băncii, cu un istoric foarte bun. Vânzările sunt în creștere, starea de sănătate a asociatului unic pare a fi ok (dacă nu știți, în cazul companiilor cu un singur asociat, finanțatorii urmăresc și acest lucru, alături de identificarea de succesori posibili care pot prelua afacerea). Există un aspect supărător și anume profitabilitatea extrem de scăzută a afacerii, însă Finanțatorul bănuiește de mult timp că această persoană își controlează și dimensionează costurile astfel încât să rezulte un profit minim și implicit un minim al impozitului pe profit plătit.

La analiza contului de profit și pierdere, analistul descoperă însă un lucru ciudat: cheltuielile cu amortizarea sunt în ultimii 3 ani în jurul valorii de 40.000 EUR/an. Compară acest lucru cu valoarea de 6 MEUR înregistrată în Activul imobilizat. Avem aici vehicule în valoare de 4 MEUR și clădiri în valoare de 2 MEUR. Face următorul calcul:

- Considerând o amortizare pe 5 ani a vehiculelor, rezultă o cheltuială cu amortizarea de 400.000 EUR pe an;
- Considerând o amortizare pe 40 ani a clădirilor, rezultă o cheltuială cu amortizarea de 50.000 EUR pe an.

Prin urmare, în cheltuielile cu amortizarea ale societății ar fi trebuit să se regăsească suma de 450.000 EUR pe an. În schimb, compania înregistrează 40.000 EUR, ceea ce înseamnă că trișează cu 410.000 EUR. Scăzând această sumă din Profitul net declarat de 90.000 EUR, rezultă că în realitate compania ar fi trebuit să declare o pierdere în anul în curs de 320.000 EUR. Dacă luăm în calcul și pierderile corect calculate din anii anteriori, pierderea cumulată se aproprie de 1 MEUR.

Dintr-o dată, compania nu mai pare atât de apetisantă. Observăm că în realitate, avem o situație financiară ce se deteriorează de la an la an. Marjele din distribuția de țigarete s-au îngustat, iar compania nu poate înregistra profit. Asociatul știe că dacă finanțatorii descoperă acest lucru, vor încerca retragerea finanțării și implicit compania va fi nevoită să-și declare insolvență, pentru a se proteja de furnizorii neplătiți. Tocmai de aceea el a „cosmetizat” situațiile financiare și s-a străduit să plătească la timp dobânzile și comisioanele, acestea plătindu-se la rândul lor din noi credite contractate.

Concluzia în acest caz este evidentă: retragerea cât mai discretă a finanțării, cu grijă să nu descopere ceilalți finanțatori, pentru a nu se declanșa retragerea generală. Este dureroasă despărțirea de un client vechi, însă poate salva finanțatorului 3 MEUR. Oricum destinul companiei este pecetluit, din păcate.

Am finalizat prezentarea privind Capitalurile proprii. Ați înțeles cu această ocazie importanța acestora atât pentru companie, cât și pentru eventualii finanțatori. O companie ce se poate finanța exclusiv din surse proprii nu are nevoie de finanțări financiar-bancare și acesta este un lucru excepțional, însă extrem de rar. Majoritatea companiilor profitabile, cu un ritm de creștere apreciabil, au nevoie atât de finanțarea investițiilor, cât și a capitalului de lucru, tocmai pentru a susține această creștere.

În continuare vom vorbi despre Împrumuturile pe termen mediu și lung, ce susțin procesul investițional.

2.2. Împrumuturile pe termen mediu și lung

Împrumuturile pe termen mediu și lung reprezintă datoriile pe care societatea le are față de terți (asociați/acționari, instituții financiare etc.) a căror exigibilitate este mai mare de 12 luni.

Ca și produse financiare de împrumut, aici regăsim soldul rămas neplătit al creditelor de investiții sau al leasingului financiar.

În analiza financiară, sumele evidențiate aici sunt foarte importante întrucât permit proiectarea cash-flow-ului companiei pe o perioadă lungă de timp în viitor. De asemenea, sumele datorate acționarilor trebuie analizate în ce măsură sunt purtătoare de dobânzi și ce grafic de rambursare au. Cu toate că este puțin probabil, am întâlnit și cazuri în care acționarii practicau o dobândă de cinci ori mai mare decât media pieței pentru împrumutul acordat firmei, sau solicitau rambursarea rapidă, punând în pericol însăși activitatea firmei. În general, atunci când suntem în fața unei solicitări de finanțare și facem o analiză a sumelor împrumutate de terți, căutam echilibrul și echitatea.

La o scurtă privire aruncată pe sumele înregistrate în aceste conturi este recomandabil să facem și o estimare a capacității de rambursare a societății (Long Term Debts to EBITDA). Acest lucru se calculează simplu, pornind de la 2 informații:

- Valoarea netă a împrumuturilor pe termen mediu și lung;
- EBITDA, (Profitul operațional al companiei, înainte de plata cheltuielilor cu amortizarea, dobânzile și taxele);

Se calculează indicatorul următor:

$$\text{LT Debts / EBITDA} = \text{Valoarea Împrumuturilor TM \& L / EBITDA}$$

Indicatorul ne arată în câți ani este capabilă firma, păstrând nivelul actual al profitabilității, să își ramburseze în bune condiții împrumuturile pe termen lung.

Rezultatul este exprimat în număr de ani. În cadrul fiecărei instituții financiare există norme care reglementează valoarea acestui indicator (de ex. 3,5 ani). Comparăm rapid rezultatul obținut cu valoarea medie a duratei contractelor de credit de care beneficiază societatea și estimăm dacă poate face față sau nu la plata serviciului **existent** al datoriei și ce rezervă există pentru a contracta noi credite pe termen mediu.

Exemplu

Compania de producție și comercializare înghețată „Ice Barrier” solicită acordarea unui credit de investiții în valoare de 1 MEUR pe 5 ani pentru extinderea halei de producție prin construcția unei anexe. Investiția nu va duce la creșterea Cifrei de afaceri sau a profitului, însă va crea un confort sporit al mediului de lucru, întrucât echipamentele și oamenii lucrează în condiții dificile, într-un spațiu îngust, îmbâcsit, cu o fluctuație permanentă a tensiunii electrice datorate suprasolicității.

Compania înregistrează o Cifră de afaceri de 15 MEUR și un profit net constant în ultimii ani, de 5%, respectiv 750 KEUR. Împrumuturile pe termen mediu și lung ale companiei (compuse din leasing financiar și credite de investiții) sunt în valoare de 3 MEUR, astfel:

- Leasing financiar 1 MEUR, contracte cu o durată medie de rambursare de 4 ani;
- Credite de investiții în valoare totală de 2 MEUR, cu o durată medie de rambursare de 5 ani.

Cheltuielile cu amortizarea sunt de 250 KEUR/an, calculate corect, în urma verificării analistului.

Garanția creditului o reprezintă extinderea ipotecii asupra terenului și construcției viitoare.

Suntem pe punctul de a intra la o întâlnire cu managementul societății și avem **1 minut** la dispoziție pentru a determina cu o precizie ridicată (peste 85%) dacă această solicitare are șanse de aprobare sau nu. Dacă are șanse, discuția va fi relaxată, cu promisiunea că rezolvăm rapid solicitarea, după care va continua cu vizita în fabrică și detalierea planurilor de viitor. Dacă solicitarea de finanțare nu are șanse de aprobare, atunci vom încerca în cursul discuției să diminuăm suma solicitată, prin creșterea contribuției proprietarului sub forma unui eventual împrumut adus în firmă.

Să facem rapid calculele, avem deja mai puțin de 1 minut:

- Ce serviciu al datoriei (grosso modo) aduce creditul nou solicitat? $1 \text{ MEUR}/5 \text{ ani} = 250 \text{ KEUR/an}$; atât va trebui să plătească societatea anual (exceptând dobânda) pentru a rambursa noul credit;

– Ce serviciu al datoriei are compania în prezent la împrumuturile contractate? La leasing trebuie să plătească anual **250 KEUR** (1 MEUR/ 4 ani), iar la creditele de investiții **400 KEUR/an** (2 MEUR/5 ani). În total, compania rambursează anual în prezent **650 KEUR**.

– Prin contractarea creditului nou, compania va avea de plătit anual la bănci + leasing suma totală de **900 KEUR**.

– Care este capacitatea de auto-finanțare a companiei (cât poate plăti anual)? Profit net + Cheltuieli cu Amortizarea = 750 KEUR + 250 KEUR = **1 MEUR**. Aceasta este suma maximă pe care compania o poate plăti anual terților pentru creditele contractate.

– Comparăm capacitatea de auto-finanțare a companiei cu serviciul anual al datoriei: $1 \text{ MEUR} / 0,9 \text{ MEUR} = 1,11$

Serviciul Datoriei = 1,11; în practică se consideră că un serviciu al datoriei confortabil trebuie să fie de peste 1,2, însă în acest caz am demonstrat că societatea își poate onora în bune condiții împrumutul, dacă va continua să meargă pe aceeași linie în termeni de profitabilitate.

Deci, intrăm la întâlnire zâmbind, netimorați, cu peste 85% șanse că împrumutul să fie aprobat de către departamentul risc.

Recomandarea 1: Având în vedere valoarea strânsă a serviciului datoriei, încercați să negociați cu clientul un termen mai lung de rambursare a creditului solicitat, de exemplu 7 ani (în loc de 5). Mergând pe 7 ani, serviciul anual al datoriei scade de la 250 KEUR la **143 KEUR**, iar compania va avea de plătit mai puțin anual la toate creditele în sold, respectiv de la 900 KEUR la 743 KEUR.

Noul serviciu al datoriei va fi de $1 \text{ MEUR} / 0,743 \text{ MEUR} = 1,35x$.

Observăm că deja avem un grad de confort ridicat al rambursării împrumuturilor, compania putând absorbi și eventuale șocuri în mediul economic ce i-ar putea afecta profitabilitatea.

Recomandarea 2: Vânzarea înghețatei are un caracter puternic sezonier; din acest motiv, este recomandabil să propuneți investitorului în grafic de rambursare a creditului în rate lunare diferite ca valoare, în interiorul unui an calendaristic. Astfel, este indicat că 80% din ratele anuale să fie plătite în perioada mai-septembrie, cu rate foarte mici în decembrie, ianuarie și februarie.

Clientul va fi recunoscător pentru o astfel de propunere.

Pentru **verificare**, calculăm și indicatorul **LT Debts/ EBITDA** (incluzând și creditul nou), respectiv $4 \text{ MEUR} / 1 \text{ MEUR} = 4$ ani. Indicatorul ne arată că această

companie poate să-și ramburseze toate creditele (cele în sold plus cel nou) în patru ani de activitate. Comparăm acest lucru cu duratele rămase la credite (4 ani pentru leasing, 5 ani pentru credite) și concluzionăm că situația este absolut ok, indicatorul este în interiorul termenului de plată contractual agreat la împrumuturile în sold.

Indicatori de structură bilanțieră

Am finalizat la acest punct descrierea și exemplificarea Capitalurilor proprii și a Împrumuturilor pe termen mediu și lung ale unei companii. Aceste poziții bilanțiere sunt foarte importante pentru analiză, întrucât ele constituie sursele de finanțare solide pe care se construiesc investițiile societății. Nicio companie, niciun manager nu își dorește să se lanseze într-un proiect vast de investiții, având ca surse de finanțare fonduri incerte, a căror solicitare de rambursare poate veni în orice moment, distrugând compania. De aceea, antreprenorii și analiștii financiari urmăresc întotdeauna existența unui echilibru între sursele de finanțare și valoarea investițiilor pe termen mediu și lung.

Calculăm următorul indicator, care își are explicația chiar în denumire:

Capital Permanent = Capitaluri Proprii + Împrumuturi pe termen Mediu și Lung.

Valoarea acestui indicator se compară cu valoarea Activelor Imobilizate din Activ, calculându-se Fondul de rulment al societății, după cum urmează:

Fondul de rulment = Capital Permanent - Active Imobilizate;

Cum se interpretează acesta?

ASSETS	LIABILITIES
FIXED ASSETS	EQUITY LONG TERM DEBTS
STOCKS RECEIVABLES CASH	OVERDRAFT SUPPLIERS

↑ POSITIVE WORKING CAPITAL

O valoare >0 a acestuia are un caracter pozitiv, demonstrând că societatea comercială a investit corect, folosind surse proprii și atrase pe termen lung pentru achiziția sau construcția de spații de producție și achiziția de vehicule/echipamente.

ASSETS	LIABILITIES
FIXED ASSETS	EQUITY LONG TERM DEBTS
STOCKS RECEIVABLES CASH	OVERDRAFT SUPPLIERS

↑ NEGATIVE
WORKING
CAPITAL

O valoare <0 cum cel mai des se întâlnește în practică, mai ales în cazul afacerilor cu o creștere accelerată, este interpretată negativ, deoarece arată că acționarii au decis să facă investiții impulsiv și fără o strategie financiară, folosind orice sursă de finanțare existentă, chiar și neplătindu-și furnizorii. **Exemplul** cel mai banal: patronul unei mici companii este deosebit de încântat de încasarea primei tranșe din livrarea a 5 tone de cărbune către un combinat industrial. A încasat 100 KEUR, bani în cont, sumă pe care nu a mai avut vreodată ocazia să o vadă în extrasul de cont. Fericit, oprește la un dealer auto pentru a mai arunca o privire la mașina la care visează de 3 ani. Sub impulsul momentului, stimulat și de discount-ul oferit de dealer, cumpără vehiculul plătind suma de 90 KEUR pe loc. Uită pe moment că stocul de cărbune livrat este de fapt neplătit, respectiv 85 KEUR; va vedea el cum va amâna această plată...

În acest exemplu, Fondul de rulment al societății a fost afectat și probabil că este negativ, întrucât Activele imobilizate ale firmei au crescut cu 90 KEUR (contravaloarea vehiculului), în timp ce Capitalul Permanent este neschimbat. Soluția în acest caz (dacă nu se putea altfel) era contractarea unui leasing financiar pe 5 ani cu avans minim; în acest fel, atât Activele imobilizate, cât și Capitalul permanent ar fi crescut cu aceeași sumă, structura bilanțieră a firmei rămânând neschimbată.

În cazul Fondului de rulment negativ, companiile resimt în permanență absența cash-ului în companie. Este ca o sete pe care nu o pot satisface decât cu

doze din ce în ce mai mari din linii de credit. Și cu cât continuă să investească folosind banii din încasări sau din linia de credit, cu atât setea va crește, furnizorii sună că sunt neplătiți de luni de zile și amenință cu insolvența.

Există soluția financiară și pentru acest caz – **Restructurarea**. De regulă, finanțatorii ajung la o limită a înțelegerii cu clienții cărora le acordă linii de credit pentru plata salariilor și a furnizorilor, doar ca să descopere un an mai târziu că firma și-a mai construit o anexă la hala de producție și a mai achiziționat câteva zeci de camioane.

De ce antreprenorii procedează astfel, ați putea întreba?

– Pentru că managerii acestor firme nu au nevoie să construiască un business plan fezabil și sustenabil, cu privire la o nouă investiție. A face acest lucru implică o gândire strategică pe termen mediu, efort și studiu, analiză în detaliu a beneficiilor aduse de noua investiție. Nu este mai simplu să cumperi 20 de camioane într-o dimineață, enervat de faptul că ai primit 3 telefoane de la șoferi exasperați că stau pe dreapta cu camioanele defecte? Nu este mai simplu să lansezi în construcție o hală care să unească două corpuri de clădire doar pentru că ești deranjat de zgomotul pe care îl fac cărucioarele ce transportă marfa prin curte? Sunt aceste proiecte profitabile? Nu știm, însă cu siguranță că nu există manager din această categorie care să nu fie sigur că a luat decizia corectă. Linia de credit fuzionează cu contul curent, astfel că este foarte tentant să folosești banii de acolo sub impulsul momentului.

– Un al doilea motiv îl constituie inexistența unui grafic de rambursare. Folosind banii din creditul pe termen scurt ce a fuzionat cu contul curent, compania plătește doar dobânda și nicio rată de capital. Astfel că, în special în cazul afacerilor neprofitabile, este mai apetisant să înlocuim mijloace de producție mai vechi achiziționându-le cash, decât solicitând credite de investiții/leasing unor finanțatori cu șanse mari de respingere.

Atunci când, cu ocazia revizuirii anuale a împrumutului, finanțatorul descoperă asemenea derapaje, poate iniția restructurarea creditelor, reșezarea lor pe un grafic de rambursare pe termen lung (în limita capacității de plată a companiei), în scopul apropierii de zero a indicatorului Fond de rulment. Există soluții, însă lucrul cel mai grav îl reprezintă pierderea încrederii atât în clientul respectiv, cât și în reprezentantul bancar care îl gestionează. Data viitoare când acesta din urmă va propune un credit pentru un alt client va fi privit cu suspiciune, ca neprezentând încredere. Clientul nu se vizitează de către reprezentantul bancar doar la acordarea

creditului, ci în tot timpul unui an. Făcând asta, nu numai că se păstrează o relație apropiată între Finanțator și Client, însă cu ocazia vizitelor se pot observa schimbările neașteptate de patrimoniu. Mașini de lux noi, lucrări de construcție în curs, achiziții de terenuri etc., toate acestea reprezintă motive pentru o discuție serioasă cu managementul societății pentru a identifica sursele de finanțare din spate și a-l tempera dacă acest lucru poate fi făcut.

Ne oprim pentru moment cu aprofundarea acestor elemente de structură, întrucât le vom prezenta în dinamică cu ocazia capitolului dedicat analizei financiare pe categorii de clienți.

2.3. Datoriile pe termen scurt (<12 luni)

Sumele înregistrate în acest segment al Pasivului sunt acelea care creează cele mai mari probleme managementului, proasta lor gestiune afectând uneori iremediabil bunul mers al companiei. Atât antreprenorii cât și finanțatorii urmăresc cu atenție termenele de exigibilitate a acestor datorii, încercând să le potrivească cu termenele de încasare a creanțelor din Activ.

În condiții ideale, Activele circulante au dimensiuni egale cu Datoriile pe termen scurt (Fond de rulment egal cu zero), iar termenele de încasare coincid cu termenele de plată.

Avem mai multe categorii de datorii pe termen scurt, pe care le vom detalia în continuare.

2.3.1. Datoriile către Furnizori

Așa cum am precizat și în capitolul anterior, referitor la creanțele companiei, în practica economică se folosește intensiv **creditul comercial**. Antreprenorul poate acorda un credit comercial generos unui client important, numai dacă primește și el la rândul său un credit similar din partea furnizorului său. Această formă de finanțare are la bază 2 principii:

- **Funcționează pe bază de încredere** în capacitatea firmei de a-și onora obligațiile. Pe măsură ce sumele datorate de o companie sunt din ce în ce mai mari, să fiți siguri că Furnizorul își va face propria analiză financiară, pornind de la situația economică a debitorului său, dar discutând și cu alți furnizori pentru a afla din timp orice informație negativă. Fiind în contact permanent cu debitorul lor, cu

ocazia livrărilor de marfă, furnizorii sunt în măsură să reacționeze întotdeauna mai rapid la veștile rele, mult mai repede decât finanțatorii clasici de tip bancar. La prima informație verificată că firma are probleme de cash flow și se îndreaptă spre o incapacitate de plată, furnizorii îi sistează creditul comercial și livrările de marfă; în plus, trimit imediat o echipă care va încerca recuperarea întregului stoc livrat și neplătit existent în depozitele debitorului. La momentul când în sfârșit banca se pune în mișcare participând la o întâlnire solicitată, de regulă, chiar de debitorul său, stocurile nu mai există demult (respectiv gajul băncii pe stocul de marfă are o valoare nulă), iar de obicei discuția are ca temă modul de împărțire a pierderii.

- **Creditul comercial costă.** Faptul că datoria către furnizor nu este purtătoare în mod explicit de dobânzi și comisioane nu înseamnă că furnizorul este filantrop din fire, un Mecena, incomparabil cu răii din sistemul financiar ce își jupoaie clienții. Nici pomeneală! De cele mai multe ori, rețineți, creditul comercial este mai scump decât creditul bancar. De regulă, oferta unui furnizor arată în felul următor: discount 10% dacă marfa este plătită „on spot”, la momentul livrării; prețul standard dacă marfa este plătită la 30 zile și standard +10% dacă se dorește plata la 60-90 zile. Comparați acest lucru cu o linie de credit acordată de bancă cu o dobândă de 3% pe an, respectiv 0,25% pe lună; diferențele sunt evidente.

Furnizorii de imobilizări

Atunci când în bilanțul unei companii întâmpinăm înregistrări în acest cont, înseamnă că societatea comercială a construit un imobil sau a achiziționat un echipament/vehicul ce nu a fost plătit încă. Acest lucru este un factor de sensibilitate, întrucât chiar dacă pentru moment compania își poate plăti obligațiile, în viitor poate întâmpina dificultăți, dacă sumele datorate sunt importante. Este cazul des întâlnit al afacerilor de familie, de talie mică și medie, în care managerul este unul și același cu asociatul unic. Ca profil psihologic, acesta este o persoană care a avut succes prin propriile puteri, plătește salariile la timp pentru angajații săi, are opinii ferme și definitive despre orice subiect relaționat cu afacerea lui. Tocmai din această atitudine autosuficientă apar și erorile de management. Fie că decide construcția unui nou sediu social, mai potrivit noii sale imagini despre sine, fie că instalează în fabrică un nou echipament de producție, pe credit comercial de la furnizor, greșește, deoarece face acest lucru fără dimensionarea corectă a surselor de finanțare pe termen mediu și lung. Începe proiectul, lucrează pe datorie 8-10 luni după care, blocat complet, se predă în brațele unui finanțator pentru a fi salvat. Și

nu în puține cazuri finanțatorul o și face, refinanțându-i investiția și plătindu-i datoriile către furnizorii de imobilizări.

În exemplul anterior, cu fabrica de înghețată „Ice Barrier”, finanțat cu succes spre satisfacția tuturor, altfel ar fi stat situația dacă analistul ar fi descoperit în Pasivul bilanțier și suma de 1 MEUR furnizori de imobilizări neplățiți.

Vă reamintesc, capacitatea de auto-finanțare a companiei (CAF) era de 1 MEUR (Profit net + cheltuieli cu amortizarea); **serviciul anual** al datoriei la creditele și leasing-urile în sold, inclusiv creditul nou solicitat, era de 0,9 MEUR.

Managerul de vânzări al băncii este trimis de către departamentul Risc la client pentru a descoperi ce se ascunde în spatele acelor datorii de 1 MEUR. Răspunsul companiei este următorul: compania a contractat în chirie un echipament de ambalare performant de la un producător danez cunoscut, cu plata în 8 rate trimestriale (500 KEUR pe an). Asta înseamnă că serviciul anual al datoriei crește la 1,4 MEUR (0,9 MEUR+ 0,5 MEUR).

Calculăm grosier indicatorul Serviciul datoriei = CAF/Datorii financiare exigibile <12 luni = 1 MEUR/1,4 MEUR = 0,71 (sau 71%).

După cum observați, compania nu-și poate onora datoriile, iar creditul solicitat este respins.

Observație

Pentru simplificare și înțelegerea exemplului, am considerat că echipamentul respectiv nu are niciun efect economic asupra companiei. Dacă în urma discuțiilor cu clientul se constată că acesta aduce economii cu salariile și materia primă de 600 KEUR pe an, atunci situația este absolut ok. Se va face o proiecție a viitoarei capacități de autofinanțare a companiei la momentul N+1 (CAF = 1 MEUR+ 0,6 MEUR= 1,6 MEUR). Calculăm noul serviciu al datoriei:

Serviciul Datoriei (DSCR – Debt Credit Service Ratio) = 1,6 MEUR / 1,4 MEUR= 1,14x;

Concluzia în acest caz este că societatea își va putea onora obligațiile, iar creditul va fi cel mai probabil acordat.

În mod similar cu calculul rotației creanțelor, prezintă interes pentru analiza financiară calculul rotației furnizorilor:

Rotația Furnizorilor (nr de zile) = Furnizori neplățiți / (COGS/365);

Sau

Rotația Furnizorilor (luni)= Furnizori neplățiți/ (COGS/12);

Unde

COGS (Cost of goods sold) – reprezintă valoarea cheltuielilor din exploatare ale companiei.

Recomand călduros managerilor de **vânzări** să folosească pentru viteză și simplificare următoarea formulă:

$\text{Rotația Furnizorilor (luni)} = \text{Furnizori neplătiți} / (\text{Cifra de afaceri} / 12);$

Incorectă prin natura ei, eroarea este în schimb minimă (sub 10%), permițând în schimb o analiză rapidă a situației companiei înaintea unei întâlniri comerciale, de exemplu, în cazul în care cheltuielile din exploatare sunt mai greu de identificat.

Interpretarea acestui indicator este relativ simplă:

– Dacă rotația furnizorilor este **sub 15 zile**, ori avem în față o firmă foarte bogată, cu capitaluri proprii substanțiale și Fond de rulment pozitiv, ce preferă să achite totul cash, ori o firmă în insolvență, căreia nimeni nu-i mai acordă un credit comercial, fiind nevoită să-și achite marfa la vedere. În primul caz cel mai probabil firma nu va avea nevoie de credit de capital de lucru, în cel de-al doilea caz finanțatorul nu îl va putea acorda, chiar dacă este cerut;

– Dacă rotația furnizorilor este de **30-90 zile**, avem de-a face cu cazul cel mai frecvent. Singurul lucru care trebuie verificat aici este consistența acestei rotații cu contractele semnate cu furnizorii. De exemplu, dacă ne rezultă o rotație a furnizorilor la 45 zile, în medie, atunci la verificarea contractelor de achiziții trebuie să descoperim termene cuprinse între 30 și 60 zile. Orice deviere trebuie explicată, înțeleasă și acceptată de către cel care face analiza.

– Dacă rotația furnizorilor este de peste 90 zile, probabil compania este în dificultate, mergând de la o situație de sensibilitate temporară, până la insolvență. Vizita în fabrică, discuțiile cu principalii furnizori, precum și exploatarea oricărei alte surse de informații se impune categoric, în scopul identificării situației reale, dincolo de comentariile mai mult sau mai puțin sincere. Problemele pot fi multiple, de la încasarea greoaie sau neîncasarea unor creanțe, la stocuri nevandabile sau perisate, Fond de rulment masiv negativ sau furnizori de imobilizări neplătiți de peste 1 an etc. Există soluții de tratament și al acestor situații, însă pentru a se ajunge acolo trebuie mai întâi înțeleasă în mod transparent boala de care suferă societatea comercială.

Odată cu finalizarea prezentării conturilor de furnizori neplătiți, am încheiat detalierea informațiilor referitoare la ciclul de producție și desfacerea al companiei. Prin prezentarea creanțelor, stocurilor de marfă și materii prime, dar și a datoriilor către furnizori, prin calculul rotației tuturor acestora, am descris inima companiei, respectiv activitatea pe care o desfășoară, generând plus valoare. Este timpul să prezentăm unul dintre cei mai importanți indicatori calculați în analiza financiară, și anume **Ciclul de conversie a numerarului**.

Acest indicator (exprimat în număr de zile sau luni) reprezintă timpul de care are nevoie compania pentru a încheia un ciclu complet de producție, așa cum este prezentat schematic mai jos:

Cash -> Stoc de marfă/materii prime -> Creanțe -> Cash

Și se calculează după cum urmează:

Ciclul de conversie a numerarului (zile sau luni) = (Rotația Stocurilor + Rotația Creanțelor) – Rotația Furnizorilor.

Acest indicator se folosește, așa cum vom arăta în continuare, la calculul și dimensionarea creditelor pentru capital de lucru, liniile de credit acordate de către bănci. După cum vedeți, acordarea unui astfel de credit nu are legătură cu profitabilitatea companiei, ci cu modul în care aceasta funcționează, cât de repede și de câte ori în cursul unui an calendaristic reușește să își reia ciclul de producție.

Valoarea mică a acestui indicator, între 30-60 zile, este considerată optimă, însă structura cauzelor din spatele fiecărei rotații trebuie studiată și înțeleasă așa cum am prezentat în paginile precedente, pentru a-și valida relevanța; valoarea în sine nu are valoare fără o analiză detaliată în spate.

Valoarea negativă a Ciclului de conversie se datorează evident unui Fond de rulment negativ. Valoarea Activului imobilizat, a investițiilor făcute, depășește cu mult valoarea Capitalului permanent, această diferență fiind finanțată prin credit furnizor uriaș. Banca nu poate finanța prin linie de credit un ciclu de conversie negativ (pentru că furnizorii o fac deja, *volens nolens*), însă poate discuta un credit de refinanțare a investițiilor făcute, pe termen mediu. Banii rezultați din refinanțare vor fi folosiți la plata celor mai vechi datorii către furnizori, iar ciclul de conversie al numerarului va redeveni pozitiv.

Valoarea foarte mare a acestui indicator, de 4-6 luni, are o conotație negativă în peste 90% din cazuri. Compania nu numai că nu își încasează creanțele sau are

stocuri nevandabile, însă nu mai beneficiază de credit din partea furnizorilor, deoarece aceștia și-au pierdut încrederea. Acesta este cazul companiilor care se pregătesc de anunțarea insolvenței și a falimentului.

Ciclul de conversie a numerarului trebuie analizat întotdeauna și din punct de vedere al tipului activității desfășurate de companie. Astfel:

- Pentru un distribuitor ciclul de conversie trebuie să fie foarte scurt, sub 30 zile, cel mult 60 zile, dacă acesta își recuperează mai greu banii din piață.

- Pentru o firmă de producție industrială, ciclul de conversie a numerarului este cuprins între 45-90 zile, funcție de lungimea procesului productiv. Aceste companii pot avea stocuri de materii prime substanțiale (deși în managementul modern nu este indicat), pot avea o rotație mare a creanțelor, de 90-120 zile (produse de uz industrial, greu vandabile), în timp ce furnizorii pot să nu fie la fel de înțelegători.

- Pentru companiile cu ciclu de producție sezonier (ex. agricultură), acestea pot avea nevoie de 6-8 luni pentru a-și recupera capitalul de lucru cheltuit. Ciclul de conversie nu va depăși însă niciodată 3-4 luni, întrucât în acest domeniu și furnizorii de input-uri (sămânța, erbicide) s-au adaptat, acordând credite comerciale de până la 6 luni);

Ciclul de conversie a numerarului se analizează în paralel cu Datoriile pe termen scurt la instituțiile financiare, de aceea le vom prezenta pe acestea în continuare.

2.3.2. Datorii pe termen scurt la instituții financiare

Contul de datorii pe termen scurt la instituțiile financiare este unul dintre primele elemente la care se uită un analist financiar, în primele 5 minute de la deschiderea bilanțului. Fiind un element de importanță crucială, alături de Cifra de afaceri și structura bilanțieră, este analizat cu aceeași atenție cu care un doctor generalist analizează principalele organe pentru a stabili gravitatea stării de sănătate a pacientului venit la Urgențe.

Cum se face o analiză rapidă a sumelor identificate în aceste conturi, cum putem stabili în 3 minute un scurt diagnostic, astfel încât să putem purta o discuție cu respectivul client în cunoștință de cauză, profesionist?

Cu toate că pașii pe care am să îi descriu mai jos pot fi considerați ușor neortodocși, ei sunt extrem de eficace și nu dau greș.

1) Mai întâi identificăm **Cifra de afaceri lunară** a companiei; pentru asta, împărțim Cifra de afaceri din ultimul bilanț contabil încheiat și depus al respectivei companii, la 12.

2) Împărțim Valoarea creditelor pe termen scurt de care beneficiază compania la Cifra de afaceri lunară proaspăt obținută; va rezulta **numărul de luni de Cifra de afaceri ce sunt finanțate de către instituțiile financiare**;

3) Citim respectiva valoare și o interpretăm, raportându-ne la tipul activității desfășurate de client, conform indicațiilor de la pagina precedentă. Regula de bază este că finanțarea bancară pe termen scurt nu trebuie să depășească 3 luni de vânzări, decât în situații speciale, ce vor trebui explicate de client (asta nu înseamnă că o finanțare reprezentând 3 luni de cifră de afaceri este corect dimensionată, însă măcar am stabilit că firma nu este supra-finanțată pe termen scurt).

Iată că am stabilit în **2-3 minute** câteva elemente care ne permit o discuție cu clientul despre o eventuală finanțare pe termen scurt. Având elementele de mai sus, putem insera inteligent la negocieri următoarele idei/ întrebări:

– Având în vedere faptul că vindeți de x MEUR pe lună, ce planuri aveți pentru anul următor?

– Există o sezonabilitate în afacerea dumneavoastră, având în vedere tipul activității desfășurate?

– Există un potențial de creștere dat de piață sau poate de noi capacități de producție achiziționate?

– Totalul finanțărilor pe termen scurt reprezintă deja y luni de vânzări. Credeți că se impune o creștere a acestora finanțări și dacă da, ce anume o determină: estimări de creștere a vânzărilor, necesitatea unor stocuri de marfă mai mari, încasarea mai grea a creanțelor?! Sau poate prin această creștere vă veți putea plăti mai repede furnizorii beneficiind de reduceri suplimentare?

Dacă beneficiați de **încă 3 minute**, recomandarea mea este să-i faceți și o verificare rapidă a ciclului de conversie a numerarului și raportarea acestuia la valoarea finanțărilor bancare pe termen scurt.

Vă reamintesc, ciclul de conversie = Stocuri + Creanțe - Datorii către Furnizori, exprimat în zile/luni de vânzări. **Parcurgem următorii pași:**

1) Identificăm în bilanț contul de Stocuri și îl împărțim la Cifra de afaceri lunară calculată mai sus; ne rezultă rotația stocurilor exprimată în luni (ex. Stocul se rotește la fiecare 3 luni de zile);

2) Identificăm conturile de Creanțe și le împărțim la Cifra de afaceri lunară; rezultă rotația creanțelor, exprimată în luni;

3) Identificăm datoriile care furnizori și le împărțim la Cifra de afaceri lunară; rezultă rotația furnizorilor, în luni (cu amendamentul că avem aici o aproximare ușoară, întrucât ar fi trebuit să folosim cheltuielile lunare în calcul).

4) Calculăm ciclul de conversie a numerarului, rezultând un număr de luni, în care banii înregistrează un circuit complet în cadrul companiei.

5) Comparăm această informație cu valoarea finanțărilor pe termen scurt exprimată tot în luni de vânzări.

6) Analizăm critic: Valoarea finanțărilor depășește ciclul de conversie? Atunci liniile de credit finanțează investiții în active fixe făcute de societate; poate este timpul **să se discute despre o refinanțare de investiții, nu despre o majorare de linie**. Valoarea finanțărilor este mai mică decât ciclul de conversie? Înseamnă că clientul simte nevoia unei creșteri de finanțare, datorată poate încasării mai grele a creanțelor etc., iar discuția poate decurge constructiv în această direcție.

Iată că în 6 minute am făcut o scurtă analiză a situației finanțărilor pe termen scurt ale companiei, putând astfel să participăm la o discuție competentă cu conducerea societății, referitor la planurile de dezvoltare pentru anul următor și valoarea finanțărilor necesare.



Exemplu

Compania „**Extreme Tyres**” este un distribuitor de cauciucuri auto și jante aliaj, multi-brand. Cifra de afaceri anuală a cunoscut o creștere constantă în ultimii 3 ani, compania devenind un nume cunoscut pe piața regională, mai ales prin campaniile de marketing agresive desfășurate prin intermediul magazinului on-line. Deși nu este clientul nostru, reușim totuși să aflăm că managementul companiei ar dori o linie de credit de 3-3,5 MEUR, **suplimentar** față de finanțările existente, pentru care este dispus să poarte negocieri cu mai mulți finanțatori. Reușim să stabilim o întâlnire cu directorul general, însă întâmplarea face ca această întâlnire să fie anunțată din scurt, peste 30 minute. Descărcăm online ultimul bilanț publicat al companiei, pentru a pregăti întâlnirea și constatăm următoarele:

- Cifra de afaceri: **72 MEUR/an**
- Profit net: 3 MEUR;
- Stocuri: 15 MEUR;
- Creanțe: 6,5 MEUR;
- Datorii furnizori: 3,1 MEUR;
- Linii de credit la bănci: 10 MEUR

Societatea nu are întârzieri față de creditor, nu are o prezență negativă în media, este în creștere de vânzări și cotă de piață în ultimii ani.

Ce facem? La întâlnire vom fi întrebați direct în cât timp le putem acorda finanțarea, nu **DACĂ** o putem acorda. O companie de o asemenea talie aliniază finanțatorii și alege cea mai bună ofertă. Ne punem întrebarea: **putem susține această finanțare în fața departamentului Risc și cu ce șanse de aprobare?**

Calculăm rapid Cifra de afaceri lunară, ce va fi baza tuturor calculelor noastre; este bine să memorăm rezultatele calculelor de mai jos, ele pot fi folosite cu succes la discuții, clientul va aprecia foarte mult un manager vânzări bine pregătit, cu o abordare pozitiv-profesionistă.

Cifra de afaceri lunară = $72 \text{ MEUR} / 12 \text{ luni} = 6 \text{ MEUR/lună}$

Rotația stocurilor = $15 \text{ MEUR} / 6 = 2,5 \text{ luni}$;

Rotația creanțelor = $6,5 \text{ MEUR} / 6 = 1 \text{ lună}$ (suntem manageri vânzări, nu farmaciști);

Rotația furnizorilor = $3,1 \text{ MEUR} / 6 = 0,5 \text{ luni}$.

Fac sens valorile obținute?

Da, întrucât vorbim de mărfuri scumpe (jantele de aluminiu pot costa 300 EUR/buc), cu o gamă variată de mărimi (14"-21") și multi-brand.

Creanțele cu rotație la o lună sunt perfect în linie cu activitatea companiei: probabil că 75-80% din vânzări se fac online, cu plata cash, diferența fiind livrări corporate cu plata la 2-3 luni.

Rotația furnizorilor e ușor anormală: de ce o companie care cumpără marfă de 5-5,5 MEUR/lună nu ar beneficia de un credit comercial mai mare? Este un client important pentru orice producător de jante/anvelope. Răspunsul probabil îl constituie dorința clientului nostru de a obține reduceri mari plătind în avans. Ar mai putea fi o valoare ridicată a importurilor din Asia, întrucât achizițiile din această zonă se fac cu plata în avans sau la vedere. Trebuie să punem aceste întrebări la întâlnirea ce urmează.

Calculăm **ciclul de conversie a numerarului**: $2,5 + 1 - 0,5 = 3 \text{ luni}$; este un ciclu de conversie destul de ridicat, indus în acest caz de stocurile de valori apreciable și de plata la vedere a mărfurilor. Un factor favorizant ar putea fi dat de caracteristica afacerii: clientul se supra-stocchează toamna cu anvelope de iarnă și primăvara cu anvelope de vară. Dacă nu reușește să vândă întregul stoc în perioadele de vârf, atunci stocul rămas pierde un sezon, rămânând în depozit în așteptarea anotimpului potrivit. Notăm și această întrebare: ce procent din stocuri rămâne de regulă nevândut de la un sezon la altul și ce tehnici de accelerare a vânzărilor sunt practicate de obicei?

Calculăm în luni de vânzări valoarea finanțărilor bancare pe termen scurt de care deja beneficiază compania: $10 \text{ MEUR} / 6 = 1,7 \text{ luni de vânzări}$;

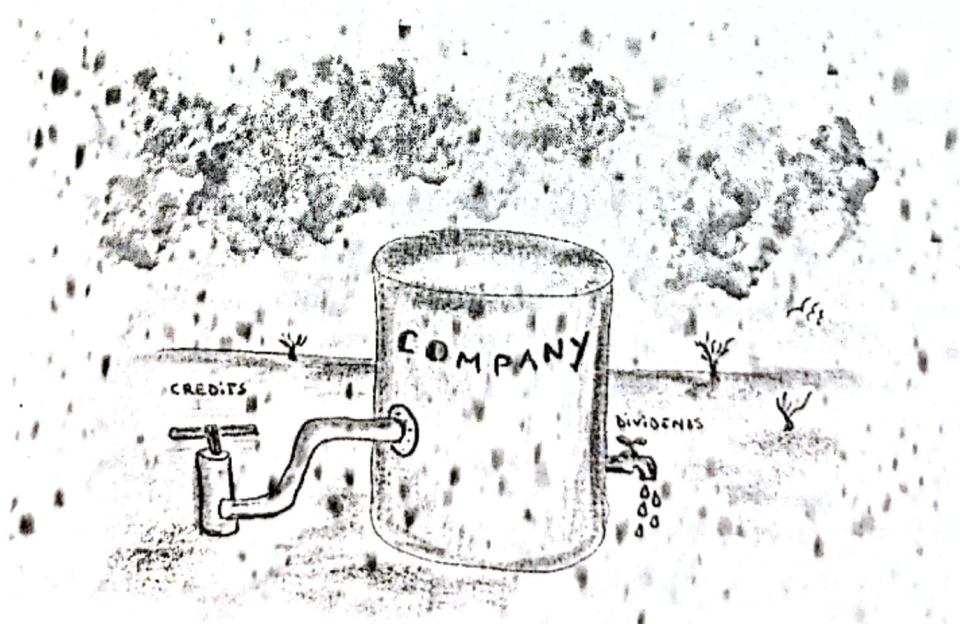
Prin urmare, avem un necesar de finanțare de 3 luni de vânzări, finanțat de bănci prin linii de credit reprezentând 1,7 luni de vânzări. Sau, în MEUR, avem un ciclu de conversie a numerarului de 18 MEUR finanțat prin 10 MEUR linie de credit.

Cine finanțează restul de 8 MEUR? Probabil Capitalul permanent al companiei este suficient de puternic încât să finanțeze parțial necesarul pe termen scurt. Acest lucru este laudabil, însă pune un semn de întrebare asupra intențiilor din spatele noii solicitări de credit de 3-3,5 MEUR.

Cu noua finanțare, totalul finanțărilor bancare ar ajunge la 13,5 MEUR, reprezentând puțin peste 2 luni de vânzări. Finanțarea bancară este mult sub necesarul de 3 luni, deci cu siguranță avem șanse de peste 80% ca dosarul să ne fie aprobat de către departamentul Risc, în condițiile în care nu apar alte informații negative.

Verificăm Capitalurile proprii pentru a vedea care este sursa acestei auto-finanțări importante; descoperim Profituri nerepartizate din anii precedenți în valoare de 8 MEUR. Dacă acestea ar fi retrase, compania ar avea nevoie urgent de finanțări bancare pe termen scurt de valori similare. Notăm deci și întrebarea: Care este politica de dividende pentru anul în curs și pentru viitor, observând sume importante reținute până acum în companie, destinate susținerii afacerii? Este important să cunoaștem răspunsul la această întrebare, va fi una dintre primele întrebări ce vor veni dinspre Risc.

Nu este neapărat un lucru negativ dacă răspunsul clientului la această întrebare va fi că dorește să repartizeze pe dividende 3 MEUR; cel puțin va fi clar de ce această societatea își dorește respectiva linie de credit. Este mai bine să înțelegem motivația reală și să o explicăm, decât să ocolim subiectul, vorbind despre creșterile viitoare de vânzări ce vor atrage finanțări mai mari.



Iată că în 5-6 minute am reușit să stabilim că:

- Solicitarea clientului este legitimă și are șanse uriașe de aprobare;
- Principalii indicatori de structură au valori corecte raportat la activitate; compania se auto-finanțează într-o proporție importantă, însă fragilă (oricând se pot retrage dividende);
- În cursul discuției vom adresa câteva întrebări țintite, pentru clarificarea unor aspecte ce țin de înțelegerea activității companiei și a strategiei pe termen scurt.

Putem merge liniștiți la întâlnirea de cunoaștere și prezentare, urmând să discutăm și costurile acestei finanțări.

Suntem mult mai bine poziționați la discuții vis-a-vis de competitorii noștri; dacă aceștia vor veni complet nepregătiți, cu abordarea „sunteți o companie mare, toată lumea știe asta, vă dăm creditul imediat”, așa cum o fac mulți manageri de vânzări, vor pierde în fața noastră, chiar dacă sunt mai ieftini. Managementul unei companii ce vinde de peste 70 MEUR/an este suficient de pregătit și experimentat încât să respecte o abordare profesionistă din partea unui potențial finanțator, chiar dacă acesta nu practică prețuri de dumping. Calitatea și profesionalismul au prețul lor, fapt pe care clientul îl cunoaște foarte bine.

Concluzii la primele 2 capitole și noțiuni de reținut:

Am încheiat prezentarea principalelor elemente de **Activ și Pasiv** bilanțier, sau mai simplu spus **Averea și Datoriile** unei companii, precum și modul în care aceste elemente se identifică, corelează și interpretează.

Am constatat că activitatea obișnuită a unei companii prezintă 2 dimensiuni distincte, ce trebuie analizate și interpretate:

- O **dimensiune investițională**, în care compania se dotează cu mijloacele de producție necesare împlinirii obiectului sau de activitate;
- O **dimensiune operațională**, în care compania își comercializează produsele, transformând capitalul operațional în marfă și din nou în bani, de mai multe ori în cursul unui an fiscal, obținând în acest timp un profit.

În exemplele prezentate am arătat că atunci când aceste fluxuri sunt amestecate de un management nepriceput sau rău intenționat, compania are de suferit mergând până la faliment, mai ales dacă investițiile făcute nu au un impact direct productiv.

De reținut:

- **Activul imobilizat** trebuie să aibă o structură potrivită activității desfășurate de companie; capacitățile de producție trebuie să fie folosite în proporție de peste 80%, atunci când nu sunt folosite trebuie vândute sau închiriate;

- **Capitalurile proprii** reprezintă sursă proprie de finanțare; afacerile făcute integral pe credit vor falimenta mai devreme sau mai târziu, de aceea acționarii au datoria față de companie să cultive creșterea capitalurilor proprii pe măsura dezvoltării companiei, prin reținerea unei părți din profit în companie (capitalizare);

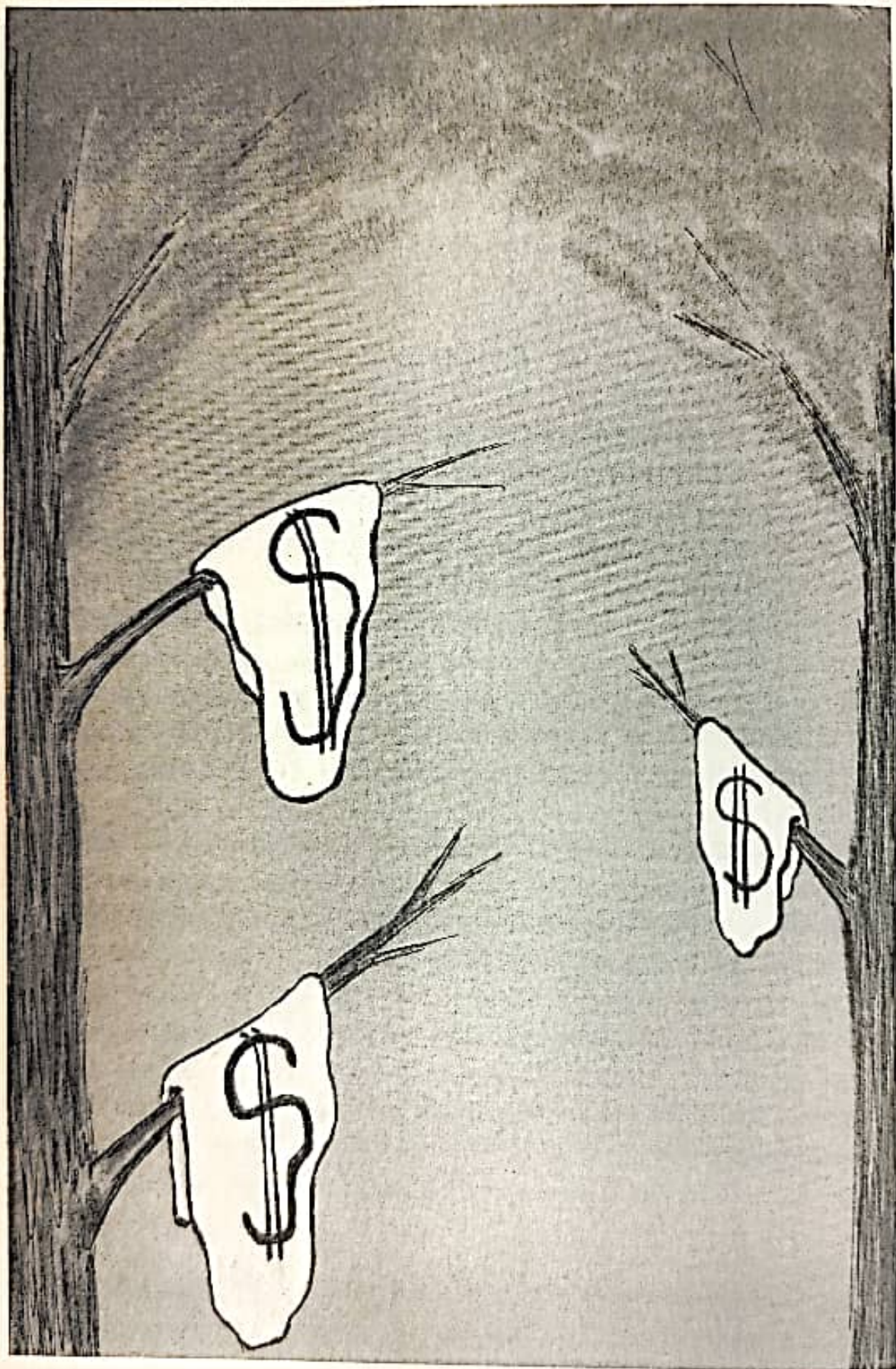
- **Ciclul de conversie a numerarului** ne indică în câte luni reușește compania să rotească complet ciclul cash-stoc-creanțe-cash, obținând în acest proces un profit; ideal este ca acest ciclu să fie foarte rapid, pentru a genera un profit ridicat la finele anului fiscal, însă întotdeauna trebuie să adecvăm ciclul de producție la tipul de activitate desfășurat de companie;

- **Finanțarea ciclului de conversie** se face parțial prin Fondul de rulment pozitiv al companiei, surse proprii ($FR = \text{Capital permanent} - \text{Active imobilizate}$) și parțial prin linii de credit bancare. Valoarea finanțării pe termen scurt acordată de instituțiile financiare este raportată strict la aceste valori. Majoritatea dosarelor de credit se resping pe aceste motive, de aceea 5-6 minute de pregătire a întâlnirii inițiale pot salva săptămâni de întrebări și răspunsuri inutile, urmate de scuze lamentabile și supărare;

- **Finanțările pe termen lung**, prin acordarea de credite de investiții/leasinguri financiare se analizează prin intermediul capacității de plată a companiei, a capacității de autofinanțare, calculate brut ca $\text{Profit Net} + \text{Amortizare}$; creditele de investiții se acordă doar dacă proiectul de investiții are un impact pozitiv asupra activității și profitabilității companiei, dacă rezultatul final depășește suma părților sale (credit plus surse proprii).

- Nu există o structură bilanțieră ideală ce se aplică tuturor tipurilor de activitate. Fiecare companie are specificul său ce trebuie analizat pornind de la contractele companiei, însă ulterior contextualizat la industria din care face parte și mediul economic în care activează.

Vom vorbi în capitolul următor despre Contul de Profit și Pierdere al companiei; practic toate elementele bilanțiere al societăților comerciale sunt puse în mișcare ca roțile unui ceasornic în scopul generării de venituri și mai ales profit pentru acționari.





CAPITOLUL III

INTERPRETAREA CONTULUI DE PROFIT ȘI PIERDERE

Lumea analiștilor financiari, dar și a managerilor vânzări produse de credit, se învârt în jurul contului de profit și pierdere. Cu toate că este cea mai simplă parte a bilanțului, cu cei mai puțini indicatori de calculat și interpretat, până și un începător proaspăt ieșit din clasele primare cunoaște faptul că veniturile unei companii, profitul net, reprezintă cheia întregii afaceri. Din păcate, marea majoritate a „specialiștilor” bancari, mai ales în vânzări produse bancare, se opresc cu înțelegerea și studiul doar la acești doi termeni cu toate că, așa cum ați văzut în numeroasele exemple din capitolele precedente, viața le-ar fi mult mai ușoară dacă ar face câteva simple corelații între diferitele structuri bilanțiere. Nu am accepta un medic care își propune să stabilească diagnosticul pentru orice tip de boală folosind doar tensiometrul, nu? De aceea, specialiștii bancari ce nu își cunosc bine meseria, ci vând doar o imagine a bunăstării personale, sunt toxici pentru instituțiile pe care le reprezintă.

Contul de profit și pierdere arată situația vânzărilor, cheltuielilor și a profitului la un moment dat, de obicei la jumătatea și finalul unui exercițiu financiar. Reprezintă cumulul acestor elemente pe o perioadă stabilită, cu mențiunea că în cazul profitului, rezultatul intermediar nu este o condiție a succesului. Numeroase companii, mai ales cele cu o activitate puternic sezonieră, cum este agricultura, pot înregistra pierderi la jumătatea anului fiscal, însă profit la finalul anului. Rezultatele bilanțiere trebuie întotdeauna judecate și analizate prin prisma elementelor de business, nu doar pe baza cifrelor seci, orice informație trebuie pusă în contextul interior și exterior al companiei, pentru a fi validată.

Avem două mari grupe de venituri și cheltuieli:

- Venituri și cheltuieli operaționale;
- Venituri și cheltuieli financiare;

Care în final ne dau rezultatul final și pe care le vom parcurge în următoarele pagini.

3.1. Venituri și cheltuieli din exploatare; Rezultatul din Exploatare

Veniturile din exploatare sunt cele obținute strict din activitatea de producție și/sau comercializare produse și servicii.

Pentru o firmă preponderent productivă (de exemplu o firmă de prelucrare a cărnii), veniturile vor fi preponderent **venituri din producția vândută**. Pentru o firmă din domeniul distribuției și al comerțului, veniturile operaționale vor fi date de veniturile din comercializare marfă. Pentru o firmă din domeniul imobiliar, vom întâlni poate preponderent venituri din chirii. Pentru o firmă hotelieră sau de curățenie, veniturile vor fi preponderent din servicii prestate.

Pentru o firmă cu o activitate complexă, o companie de talie mare, vom întâlni toate tipurile de venituri de mai sus, în proporții diferite însă, pe care trebuie să le validăm cu scenariul de business.

Toate aceste venituri poartă cumulat denumirea de **Cifră de Afaceri a companiei**.

Pare foarte simplu la prima vedere, însă insist asupra corelării tipologiei veniturilor operaționale cu tipul activității desfășurate, ca o metodă directă de identificare a erorilor de business plan; a unor neadevăruri exprimate de client cu ocazia solicitării finanțării.

Am să vă dau un **exemplu** relevant în acest sens:

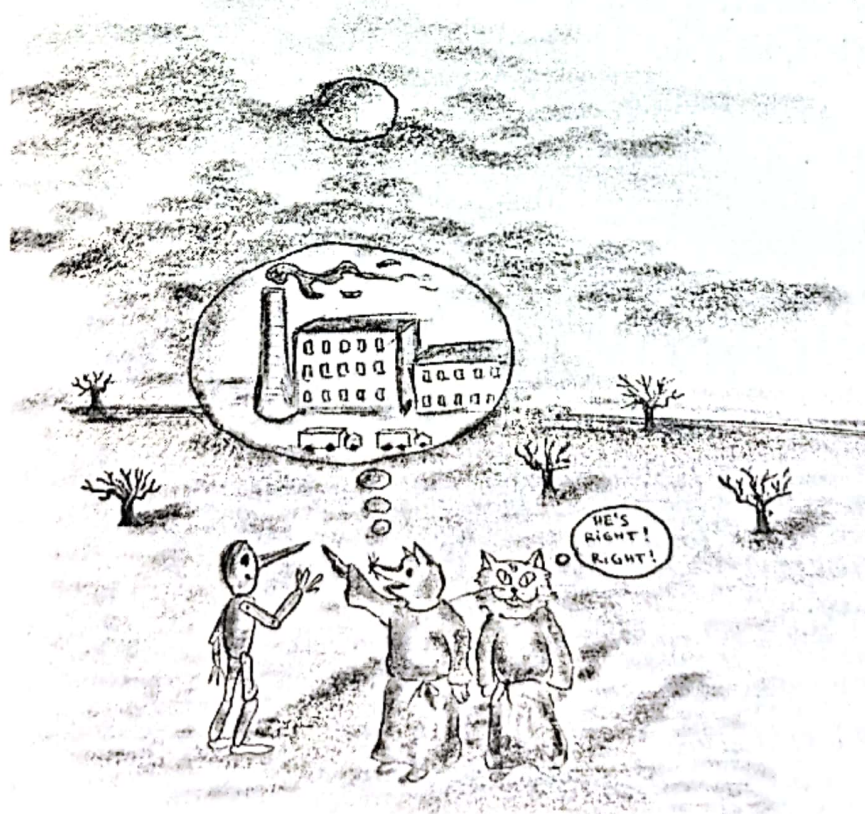
Într-o zi, cu 10 minute de participarea la un Comitet de Credit pentru aprobarea unor facilități de credit, primesc pe mail din partea Riscului materialele cu analiza detaliată a două dosare de credit. Parcurg cu rapiditate primul dosar, ce se referea la o companie din domeniul procesării cărnii, ce dorea un leasing financiar pentru achiziția unui echipament de afumare, în valoare de 650 KEUR pe 5 ani. Avans plătit de client, 20%, destul de consistent. Concluzia analistului ce petrecuse o întreagă săptămână studiind dosarul era „**Dosar Aprobat**”, motivată de situația financiară bună a companiei, de faptul că această linie de afumare vine în continuarea firească a liniei de producție cârnați, crenvurști și salamuri pe care clientul o deține. Întotdeauna atunci când mă pregătesc să discut un dosar de credit, îmi tipăresc financiarele companiei analizate, respectiv Contul de profit și pierdere, Activul și Pasivul, 3 pagini în total, conținând informații pe ultimii 3 ani. Începem cu primul element, Cifra de afaceri: compania înregistra o valoare semnificativă a vânzărilor, însă, scria negru pe alb, **venituri din comercializarea mărfurilor**. În toată prezentarea de business și în toată analiza de credit se vorbea despre producție. De ce ar fi avut astfel de venituri un producător de mezeluri și mai ales de ce ar avea nevoie de un sistem de afumare costisitor? Întrucât nu aveam mult timp la dispoziție (5 minute), am intrat pe Internet încercând să găsesc produsele fabricate de firma respectivă, nu existau. Mi-am spus că probabil vorbim totuși de un producător de talie mică, ce nu are un site. Am sunat Managerul de vânzări care identificase clientul și promovase dosarul: „Spune-mi, te rog, dacă ai fost la sediul clientului și ce ai observat cu ocazia acestei vizite?”

„Păi mi s-a prezentat o fabrică, o clădire destul de voluminoasă, în care am intrat, am văzut lăzi cu crenvurști depozitate în frigidere și ceva echipamente de producție. Erau oameni care lucrau pe acolo, nu foarte mulți, ce-i drept. E vreo problemă?”

„Sună-l pe asociatul unic și întreabă-l dacă produce ceva cu adevărat sau doar comercializează. Mai întreabă-l odată de ce-i trebuie utilajul. Și roagă-l, te rog, să nu ne mai mintă.”

În câteva minute managerul de vânzări m-a sunat speriat, spunându-mi de la bun început că îi pare rău că a propus acel dosar și că mă roagă să îl retrag de pe ordinea de zi a CC. Ce se întâmplase? Prins cu minciuna, reprezentantul companiei respective s-a pierdut și a povestit o istorie halucinantă: compania lui comercializa carne, niciun fel de producție mezeluri; s-a împrietenit cu o firmă aflată în insolvență, deținătoare a unei clădiri și a unor echipamente de producție, dar mai important, deținătoare a unei licențe de producție preparate din carne, care este greu de obținut; îi venise ideea să își crească marjele comerciale, prelucrând carnea pe care o importa prin intermediul acestei societăți în insolvență, însă linia de producție era incompletă și nici capital de lucru nu avea. Așa că a invitat reprezentatul bancar în hala de producție, mințind că este un spațiu închiriat al firmei.

Concluzia a fost clară și nu am mai citit dosarul; am intrat în sala unde se ținea CC-ul spunând din ușa „**Respins!**”, spre stupefacția analistului și a directorului de risc și spre amuzamentul CEO-ului.



Din aceste motive, recomand în primul rând oamenilor de vânzări ai instituțiilor financiare (pentru analiști este obligatoriu) să întrebe potențialul client încă de la prima întâlnire de finanțare, **care este structura Cifrei de afaceri (CA) pe tipuri de activități și pe principalii clienți?** Din experiență, 80% dintre antreprenori rămân puțin pe gânduri, întrucât nu obișnuiesc să se gândească la afacerea lor în termeni de procente sau split pe tipuri de activități, în cazul afacerilor complexe, cu multiple linii de business.

Structura CA (%) pe tipuri de activități

În cazul activităților neomogene și complexe, este foarte important să construim o structură procentuală a Cifrei de afaceri, pe care să o corelăm cu structura cheltuielilor. Mai ales când decidem acordarea unei linii de credit sau a unui credit de investiții, cunoașterea structurii veniturilor operaționale este obligatorie, întrucât putem dimensiona și verifica aceste produse de finanțare doar funcție de activitatea căreia îi este destinată.

Astfel, pentru o companie de distribuție țigări, cu o CA de 10 MEUR, dar care are în business și 2 hoteluri, este important să înțelegem și să analizăm corect activitățile și veniturile aferente, atunci când suntem puși în situația de a-i acorda sau nu un Descoperit de cont de 2 MEUR și un credit de investiție de 1 MEUR pentru construcție complex SPA adiacent spațiilor de cazare. Ce venituri generează hotelurile, care este gradul lor de ocupare mediu anual și ce s-ar modifica în acești parametrii dacă s-ar finanța construcția SPA-ului? Separat se analizează Cifra de afaceri din distribuție țigări, ciclul de conversie a numerarului, Fondul de rulment și Trezoreria netă, pentru a determina dimensiunea liniei de credit. Cu cât înțelegem mai repede această structură, cu atât putem aproba mai repede facilitățile, în intervalul de timp cordat de client.

O înțelegere a structurii CA ne poate feri și de eventuale neplăceri, cu sau fără intenție, din partea potențialilor clienți cu o activitate complexă și am să vă dau un **exemplu**.

Compania „Your Supermarket”, un cunoscut lanț regional de magazine alimentare, ne solicită în regim de urgență preluarea angajamentelor pe termen scurt pe care le deține la o bancă, în valoare de 10 MEUR și majorarea acestora cu 3 MEUR la un total de 13 MEUR. Compania nu are alte angajamente bancare, cu excepția unor leasinguri de valori mici. Cifra de afaceri a companiei este de cca 70 MEUR, iar Profitul net 500 KEUR. Garanții oferite: stocuri de marfă și creanțe, plus ipoteca asupra unor imobile comerciale evaluate la 1,5 MEUR.

Cerem și analizăm structura Cifrei de afaceri, care arăta în felul următor:

- Venituri din vânzare mărfuri în supermarketuri: 60% din vânzări;
- Venituri din activități de catering și servicii conexe pentru un singur client, un colos siderurgic: 25%;
- Venituri din producție betoane și livrări produse balastieră: 10%;
- Venituri din construcții: 5%.

O primă observație pe care o facem: toate celelalte activități, adiționale vânzărilor în supermarket, necesită investiții în mijloace de producție; verificăm și într-adevăr găsim în Activul imobilizat al companiei stație de betoane, pompe beton, utilaje bucătărie, excavatoare etc., în valoare de 3 MEUR, achiziționate în timp, finanțate incorect din linii de credit bancare. Calculăm Fondul de rulment al companiei (Capital permanent – Active imobilizate) și constatăm un dezechilibru de -4 MEUR, finanțat prin linie de credit.

După aceea, analizăm împreună cu Directorul financiar al clientului profitabilitatea fiecărei linii de business. Stupoare!

Activitatea de comerț în supermarket se face într-o ușoară pierdere de -1% din CA; activitatea de construcții merge pe break-even, adică cu profit zero; stația de betoane este în pierdere -10% din CA aferentă, iar activitatea de catering are o marjă de 35-40%; căutăm în istoricul companiei, cum a evoluat în timp. Compania „Your Supermarket” s-a denumit inițial „Food Corner” și se ocupa doar cu livrarea de hrană pentru cunoscutul complex siderurgic. Patronul nostru și Directorul de achiziții de la acel complex probabil că erau prieteni foarte buni, altfel nu se explică o asemenea marjă de profit, în condițiile câștigării unei licitații. Încurajat de succesul și profitabilitatea acestei prime afaceri, antreprenorul nostru s-a lansat în multiple linii de business, devenind o personalitate locală sau regională. El personal nu cunoștea că afacerile sunt în pierdere, pentru că pe total compania înregistra profit, iar Directorul financiar era un contabil slab. Compania resimțea în permanență o sete de bani, datorită pe de o parte investițiilor necesare în capacități de producție pentru construcții și pe de altă parte pierderilor din liniile de business care foloseau aceste capacități.

În situația unui audit intern la complexul siderurgic care ar fi determinat anularea contractului de catering, compania noastră și-ar fi pierdut singura sursă de profit, intrând în insolvență în maxim 1 an. Având drept garanții doar stocuri perisabile alimentare și ceva creanțe de calitate îndoielnică (supermarketurile vând cash, nu la termen), o bancă naivă ar putea pierde ușor 13 MEUR.

Iată de ce, de la prima întâlnire concretă de business, trebuie să începeți cu întrebarea referitoare la structura Cifrei de afaceri pe tipuri de activități; în marea

majoritate a cazurilor, companiile au o activitate principală care generează 85-90% din Cifra lor de afaceri, așa cum este și indicat. Sunt însă și situații complexe, care necesită o analiză detaliată.

Structura CA (%) pe principalii clienți

Pentru siguranța plasamentului nostru financiar și a deciziei de finanțare, este foarte important să cunoaștem gradul de dispersie al clientelei companiei pe care o analizăm. Un restaurant de lux de exemplu, poate practica marje comerciale substanțiale, iar dacă unui client din o mie nu îi place un fel de mâncare și nu mai revine, restaurantul nu este afectat în vreun fel. La polul opus sunt companiile care au un singur client, care au crescut livrând către același client care, inevitabil, devine din ce în ce mai mofturos și nemulțumit; de frică de a-l pierde, compania își sacrifică marginile, creativitatea și imaginația, fabricând aceleași produse pe care le solicită unicul său client. Dacă într-un final îl pierde, întrucât fie acesta a găsit un furnizor mai ieftin, sau compania nu a mai putut să susțină prețurile solicitate, atunci deznodământul este inevitabil, falimentul, atrăgând în această spirală și finanțatorii.

Tocmai din acest motiv, vom înțelege mai bine activitatea companiei și perspectivele ei de viitor, dacă vom analiza structura vânzărilor pe principalii clienți. Mai mult, identificând acești principali clienți, putem să le facem și lor o verificare sumară pentru a le determina starea de sănătate.

Exemplu

Compania „**Wood Miracles**” produce și comercializează mic mobilier din lemn, fiind amplasată strategic într-o regiune a țării bogată în păduri. Cifra de afaceri a înregistrat o creștere constantă, însă nu spectaculoasă, doar 1-2% în fiecare an, atingând 10 MEUR. Profitul este minim, doar 1% din Cifra de afaceri, respectiv 100 KEUR. Cifra de afaceri se realizează 100% din producția de mobilier într-un atelier modest, cu 100 salariați lucrând în 2 schimburi. Întrebat care sunt perspectivele de viitor, acționarul este sincer și spune că nu vede o cale de a îmbunătăți profitabilitatea, în condițiile în care prețul lemnului și salariile au înregistrat permanent creșteri. Pare un om bine intenționat, însă prins într-o capcană, nu mai poate vedea o ieșire. Îl întrebăm care sunt principalii clienți și descoperim că sunt 2: un cunoscut lanț internațional de mobilier, reprezentând 85% din CA, respectiv un client intern, achiziționat în urmă cu 2 ani, reprezentând 15% din CA.

Compania s-a lansat în urmă cu 10 ani producând mic mobilier în valoare de 1 MEUR pentru cunoscutul lanț internațional. Marjele nete erau la început bune, peste 7%, însă pe măsură ce relația s-a dezvoltat, a avut nevoie de investiții tot mai mari. Multinaționala i-a vândut plină de înțelegere și suport utilaje de prelucrare lemn cu plata în rate, însă i-a pretins contracte de desfacere pe 5 ani cu prețuri fixe. Ceea ce la început părea un miracol de bunăvoință, s-a transformat în coșmar, muncește în regim sclavagist, fără nicio perspectivă de a-și câștiga libertatea.

Este clar acum că nu putem risca finanțarea într-o afacere în care nici acționarul nu mai crede și care nu generează suficient profit nici să acopere dobânzile. Putem să-l sprijinim pe acest client doar cu o finanțare de factoring, scontând facturile emise pe multinaționala respectivă. Acele facturi se vor plăti indiferent de ce s-ar putea întâmpla, pentru că sunt rezultatul unei mărfuri livrate. Finanțatorul nu are un risc semnificativ mergând pe această variantă. Orice altă alegere induce un risc inacceptabil.

La fel de necesară este și o **analiză în timp a structurii Cifrei de afaceri**; de aici pot rezulta informații surprinzătoare. De obicei, pentru decizia cu privire la acordarea unei finanțări se analizează ultimii 3 ani de activitate, analiza extinzându-se rareori, în cazul apariției unor suspiciuni privind activitatea curentă. Bineînțeles, toate părțile implicate își doresc ca Cifra de afaceri să crească în mod constant, orice diminuare, cât de mică, fiind considerată un semnal negativ. Este greșită această abordare!

Companiile reprezintă un organism viu, ale căror evoluții depind în totalitate de capacitatea de a inova și de a se adapta la condițiile schimbătoare ale pieței, ale cererii clienților și ofertei competitorilor. Inovarea și adaptarea implică ample schimbări interne de organizare și optimizare a ciclului de producție, de creare de noi linii productive, ceea ce poate că pe perioade scurte să genereze scăderi de rentabilitate sau fluctuații ale Cifrei de afaceri.

Majoritatea analiștilor financiari la început de drum introduc astfel de comentarii stupide în documentele lor: „Cifra de afaceri a crescut în N-1 cu 10%, însă a scăzut cu 2,8% în exercițiul N, ceea ce este un semnal negativ” și concluzionează în mesajul de respingere a solicitării „Având în vedere trendul negativ al Cifrei de afaceri (...) se propune respingerea solicitării clientului”.

Sau, încă și mai rău: „Cifra de afaceri a crescut cu 268% în N-2, urmată de o creștere cu doar 15% în N-1 și o scădere de -5% în N”, urmată de respingerea solicitării de finanțare a unui vehicul în leasing.

Să fie foarte clar, această abordare nu se poate numi analiză financiară, iar angajații ce își irosesc timpul scriind aceste lucruri ori trebuie train-uiți masiv de către o persoană cu experiență, ori, dacă sunt irecuperabili, trebuie îndepărtați. Instituțiile financiare ce încurajează astfel de pierdere de timp au de suferit atât intern, prin certurile constante între Front Office (Comercial) și Back Office (Risc), dar mai ales în fața clienților, care nu înțeleg de ce nu pot cumpăra un camion sau accesa o linie de credit, deoarece Cifra de afaceri le-a scăzut cu 3%.

Ca o anecdotă, ne întrebăm retoric cum ar fi trecut printr-o asemenea abordare instituțiile financiare în perioada crizei în 2009 și în anii imediat următori? Cu scăderi ale veniturilor cu 2 cifre, cu un cost al riscului explodat, cu pierderi nete anuale și în ani consecutivi, cine le-ar fi acordat o finanțare, aplicând aceeași abordare simplistă pe care de multe ori ele o aplică în relație cu proprii clienți?

Revenind la subiect, indiferent de evoluția Cifrei de afaceri de-a lungul perioadei analizate, important este să discutăm cu antreprenorul, să înțelegem cauzele și să le și explicăm în fața factorilor de decizie, pentru a obține cu ușurință un răspuns corect privind finanțarea.

De regulă, o scădere abruptă a Cifrei de afaceri este însoțită de pierdere netă, întrucât compania nu a putut reacționa în paralel și concomitent cu scăderea vânzărilor pentru reducerea cheltuielilor operaționale (cu salariile, cu materiile prime, cu cheltuielile fixe de natura chiriilor etc.). Atunci când scad vânzările brusc, datorită unui trend în piață sau dispariției vadului comercial, managementul companiei are o inerție de 6-12 luni, în care adoptă diferite tehnici noi de vânzare fără însă a face schimbări majore în companie în scopul reducerii cheltuielilor. Acel prim an este de sacrificiu, generează pierderi și poate fi un punct de inflexiune pentru companie, sau din păcate nu.

Acestea includ toate categoriile de cheltuieli necesare producerii produsului finit sau prestării serviciului dorit. Avem aici cheltuieli cu materia primă, materiale, cheltuieli cu mărfurile, cheltuieli cu salariile, cu serviciile prestate de terți, cu chiriile, întreținere, cu taxele și impozitele, cheltuieli cu amortizarea etc.

Rolul analistului financiar îl reprezintă, ca de obicei, analiza și interpretarea critică a valorilor înscrise în bilanț la această poziție, în concordanță cu obiectul de activitate declarat al companiei și cu veniturile din exploatare analizate anterior.

Astfel, în cazul unui producător, vom avea venituri din vânzarea produselor finite, însă la capitolul cheltuieli vor domina cheltuielile cu materiile prime, salariile și amortizarea. În cazul distribuitorilor de mărfuri, vom avea venituri din vânzarea

mărfurilor, însoțite de cheltuieli cu achiziția mărfurilor, în timp ce salariile și amortizările vor avea o valoare redusă etc.

Se vor face următoarele corelații:

- Adaosul comercial declarat de client pentru mărfurile sau produsele comercializate va fi verificat cu procentul rezultat ca diferență între Venituri din exploatare și cheltuieli cu materiile prime/mărfuri/salarii.

- Numărul și structura salariaților identificate în bilanț și în declarația companiei se va corela cu valoarea cheltuielilor cu salariile din bilanț;

- Cheltuielile cu serviciile prestate de terți vor fi corelate cu tipologia activității clientului și dotările de care dispune. Fiind o formă prin care se transferă profitul în alte companii aparținând aceluiași acționar sau unui interpus, cheltuielile cu terții de valoare semnificativă trebuie explicate și înțelese. Modelul italian de business implică că toate activele imobilizate să fie ținute pe o firmă, care nu are credite sau altă formă de finanțare; toate aceste active (clădiri, echipamente) sunt închiriate către compania care desfășoară efectiv activitatea și care este îndatorată la bănci. Această chirie apare ca și o cheltuială cu serviciile prestate de terți, valoarea ei poate fi o formă de reglare a profitului final al afacerii sau de transfer al profitului din această companie către cea ce deține patrimoniul. Bineînțeles, pe acest model, în situația în care activitatea productivă se prăbușește, acea companie își declară falimentul, însă activele valoroase sunt la adăpost pentru a începe o nouă afacere. Deci mare atenție la înțelegerea acestor cheltuieli cu terții;

- Cheltuielile cu amortizarea se vor corela întotdeauna cu valoarea și tipul activelor din Active imobilizate. Concret, dacă în Active imobilizate compania are bunuri amortizabile într-o perioadă pe care o cunoaștem, estimăm care ar fi amortizarea anuală și comparăm această valoare cu ce a înregistrat compania în contul de cheltuieli cu amortizarea. Neînregistrarea corectă a amortizării poate determina obținerea unui Profit net superior, lucru ce poate duce la o decizie greșită de finanțare.

Diferența între Veniturile din exploatare și cheltuielile din exploatare o reprezintă Rezultatul din exploatare al companiei:

Rezultat din Exploatare = Venituri exploatare – Cheltuieli din Exploatare;
Marja din exploatare (%) = Rezultat din Exploatare / Cifra de afaceri *100

Acești indicatori sunt deosebit de importanți pentru analistul financiar, întrucât:

- Sunt indicatori ai capacității companiei de a genera profit din activitatea desfășurată; o companie ce își vinde produsele în pierdere va intra curând în insolvență, dacă nu se rezonează rapid în piață;

- Rezultatul din exploatare reprezintă baza din care compania suportă cheltuieli cu dobânzi, cu diferențe negative de curs etc.; o marjă din exploatare cât mai mare permite companiei să facă investiții în capacități noi de producție, să contracteze facilități de credit pentru capital de lucru etc., care prin efectul lor de levier, vor contribui ulterior la dezvoltarea viitoare a companiei.

- Un Rezultat din exploatare bun, urmat și de un Profit net ridicat, constituie o bază pentru remunerarea superioară a acționarilor societății comerciale. Analistul financiar trebuie să urmărească atent și acest aspect și să nu încerce să îngrădească prin condiții de aprobare excesive accesul acționarilor la dividende. Implicarea acestora în companie trebuie să aibă ca rezultat o remunerare a capitalului financiar și uman investit.

În analiza tuturor facilităților de credit/finanțare pe termen mediu și lung (credit de investiții, leasing financiar etc.) indicatorul folosit pentru aprecierea capacității de plată a companiei este **EBITDA** (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation).

EBITDA se poate calcula în feluri diferite, însă cel mai simplu este:

EBITDA = Rezultat din exploatare + cheltuieli cu amortizarea;

Ca procent, $EBITDA (\%) = EBITDA / CA * 100$ și este urmărit prin comparație cu piața pentru companii de același tip.

Astfel, activitățile productive au de regulă un EBITDA format din 2 cifre (ex 15%), întrucât nu numai că pot aplica tehnici de economisire la fiecare etapă din procesul de producție, însă au și cheltuieli cu amortizarea ridicate, întrucât au investit în capacități de producție. Activitățile de distribuție mărfuri au un EBITDA sub 10% de regulă, întrucât rolul lor se rezumă la transportul, păstrarea și comercializarea unui produs finit produs de către altcineva; acționează în baza unui contract de distribuție încheiat cu producătorul respectiv, ce nu permite derapaje ulterioare de preț, ce ar afecta imaginea producătorului în piață.

Exemplu

Compania de transporturi rutiere de mărfuri „Fast Delivery” aplică pentru contractarea unui leasing financiar în valoare de 1,5 MEUR pe 3 ani, dobânda 3%/an, pentru finanțarea a 20 camioane grele Volvo, avans 0%.

Datele companiei potrivit ultimilor 3 exerciții financiare sunt:

	N-2	N-1	N
Cifra de afaceri	8 MEUR	9 MEUR	10 MEUR
Marjă din exploatare (%)	10%	8%	7%
EBITDA (%)	12%	10%	10%
EBITDA	960 KEUR	900 KEUR	1000 KEUR
Profit Net (%)	10%	8%	8%
Serviciul anual al datoriei la bănci/leasing (KEUR)	400 KEUR	700 KEUR	800 KEUR
Creanțe	800 KEUR	1800 KEUR	2000 KEUR
Stocuri	500 KEUR	550 KEUR	500 KEUR
Datorii Furnizori	100 KEUR	1000 KEUR	1000 KEUR
Linie credit	1000 KEUR	1.300 KEUR	1.500 KEUR

Ce înțelegem din aceste cifre frugale?

Compania a înregistrat o creștere în ultimii 3 ani, ca urmare a investițiilor efectuate în mărirea flotei de camioane, prin contractarea de noi credite/leasing-uri. La începutul activității își desfășura activitatea cu o flotă închiriată sau prin subcontractare (observați diferența infimă dintre EBITDA și marja din exploatare, ceea ce înseamnă cheltuieli cu amortizarea mici; amortizări mici înseamnă active imobilizate puține, în cazul nostru puține camioane proprii). Compania fie activează într-o piață puternic concurențială (observați marjele în scădere), fie este dependentă de 1-2 clienți foarte mari care anual îi renegociază în jos tariful. Fiind achiziționată preponderent în ultimii 2-3 ani, flota pe care o deține compania este relativ tânără, ceea ce înseamnă că noua achiziție pentru care se solicită finanțare este destinată extinderii flotei ca urmare a semnării unuia sau mai multor contracte noi de transport. Compania desfășoară într-o oarecare măsură și o activitate secundară de comerț cu mărfuri, probabil pe retur, justificată de prezența constantă în bilanț a unor stocuri. Tot ca urmare a condițiilor proaste din piață, sau concentrării excesive pe 1-2 clienți, compania a început să acorde credite comerciale ridicate, creanțele având o viteză de rotație spre 2 luni. Întrucât în activitatea de transporturi principalele costuri sunt reprezentate de combustibil și salarii, ambele plătibile la vedere, această încasare greoaie a determinat compania să contracteze linii de credit destul de mari și în creștere de la un an la altul, la momentul N

reprezentând aproximativ 2 luni de CA, garantate cu creanțe și posibil stocuri, dacă nu cumva și cu active din patrimoniul personal al acționarilor. Ciclul de conversie a numerarului, necesarul de finanțare ($NFR = \text{Stocuri} + \text{Creanțe} - \text{Datorii Furnizori}$) este finanțat corespunzător prin linia de credit, ceea ce implică și o structură bilanțieră echilibrată, în care Activul imobilizat = Capitalul permanent. Compania își poate onora serviciul datoriei la creditele în sold (comparăm EBITDA cu Serviciul anual al datoriei, într-o proporție onorabilă de 1,25x), însă serviciul datoriei suplimentar indus de noua achiziție ($1.500 \text{ KEUR} / 3 \text{ ani} = 500 \text{ KEUR/an}$) nu poate fi onorat dacă Cifra de afaceri și EBITDA nu cresc corespunzător.

Am efectuat astfel analiza trecutului și a prezentului companiei potrivit cifrelor prezentate. Solicităm în continuare Business Planul companiei pe următorii 3 ani, corespunzători duratei de finanțare solicitate. Primim următoarele informații:

	N+1	N+2	N+3
Cifra de afaceri	13 MEUR	14 MEUR	14 MEUR
EBITDA (%)	11%	11%	11%
EBITDA (KEUR)	1.430 KEUR	1.540 KEUR	1.540 KEUR
Serviciul Datoriei (KEUR)	1.300 KEUR	1.200 KEUR	1.100 KEUR
DSCR	1,1x	1,28x	1,4x

DSCR ratio reprezintă acronimul la Debt Service Credit Ratio și reprezintă capacitatea de plată a companiei a creditelor pe termen mediu și lung prezente și viitoare.

Formula de calcul a DSCR este următoarea:

$$DSCR = \frac{\text{EBITDA} + \text{cheltuielile cu dobânzile aferente creditelor pe TM \& L}}{\text{Serviciul datoriei} + \text{cheltuielile cu dobânzile aferente creditelor pe TM \& L}};$$

Formularele folosite în analiza financiară calculează automat acest indicator funcție de inputurile introduse de analist. Întrucât cheltuielile cu dobânzile au valori relativ mici și apar și la numărător și numitor, în practică, pentru determinarea rapidă a capacității de plată pentru o solicitare de credit investiții, se împarte efectiv EBITDA la serviciul datoriei (existent + cel rezultat ca urmare a solicitării de finanțare).

Se consideră că o solicitare de credit este sensibilă dacă DSCR este cuprins între 1x - 1,2x. Și este normal să fie așa. Orice mică schimbare în condițiile pieței în anii următori, orice renegociere în minus a unui contract de desfacere, orice pierdere a unui client, ce afectează negativ EBITDA, va determina, în cazul unui DSCR sensibil, intrarea în incapacitate de plată a companiei. Aceste schimbări negative nu țin nici

de finanțator și în multe cazuri nici de client, ci sunt externe. Rolul analistului este de a semnala preventiv această sensibilitate și de a căuta modalități de a îmbunătăți valoarea acestui indicator, fie prin **mărirea duratei de finanțare, fie prin solicitarea unei surse proprii mai mari din partea companiei, pentru a diminua finanțarea solicitată.**

Observăm că în exemplul nostru, DSCR înregistrează o valoare sensibilă de 1,1x în N+1, urmată de valori foarte bune în anii subsecvenți. Se recomandă în acest caz o prelungire de la 3 la 4 ani a finanțării, care va duce la îmbunătățirea valorii DSCR, considerând că solicitarea de participare cu sursă proprie de 10-15% la acest proiect din partea companiei ar fi o condiție „break-deal”, ce ar duce la pierderea tranzacției.

Cu un DSCR sensibil, finanțatorul fie alege să meargă mai departe, fie este strict, funcție de așteptările privind evoluția pieței și economiei în general, fie ca urmare a existenței sau inexistenței unui apetit comercial, a unei agresivități comerciale ce îl determină să își asume un nivel de risc mai ridicat.

În **concluzia** acestui exemplu, tranzacția de leasing de 1,5 MEUR se aprobă, însă pe 4 sau 5 ani (în loc de 3), cu menținerea avansului/sursei proprii de 0% din partea clientului. Clientul trebuie să prezinte contractele de transport care să utilizeze noua flotă anterior punerii la dispoziție a finanțării, contracte care trebuie să acopere întreaga capacitate de 20 camioane, iar condițiile contractuale trebuie să prevadă tarifele estimate în Business plan.

3.2. Veniturile și cheltuielile financiare; Rezultatul Financiar

În acest moment avem calculat Rezultatul din exploatare, știm deci cât de profitabilă este activitatea companiei. Suntem entuziasmați de un rezultat procentual format din două cifre, sau suntem întristați de o companie aflată la pragul de rentabilitate, sau chiar pe pierdere. **Dacă nu prezentați empatie în relație cu potențialii clienți a căror activitate o analizați, renunțați în acest moment la acest job.** Nu numai că este foarte probabil să nu existe nicio pasiune pentru ceea ce faceți, însă este foarte probabil să vă revărsați întreaga nefericire și frustrare în paginile pe care le scrieți și în propunerile de finanțare pe care le faceți. Vă spun acest lucru din experiență: coincidență sau nu, peste 80% din componența departamentelor Risc în companiile în care am lucrat sunt formate din oameni fără o familie, trecuți de prima tinerețe, fără o viață socială în afara unor rare postări pe Facebook și cu o mândrie malițioasă atunci când se obosesc și deschid un nou dosar de credit. Sunt oameni inteligenți, ale căror idealuri de tinerețe s-au transformat în

cenușă și rutina unei vieți aflate în așteptarea salariului. Mai întâi, decid că dosarul este slab prezentat de către colegii din vânzări, ceea ce îi face pe ei să îl reia în totalitate, de la zero. După care, se înversunează asupra creșterii și scăderii unor indicatori, poartă o luptă inegală cu rotațiile, lichiditatea curentă sau nu, atacă vitejește scăderea profitului și îl blamează pe antreprenor că și-a cumpărat un nou Mercedes, tocmai când totul se duce de râpă.

Cartea de față nu este scrisă pentru acești oameni, ei vor rămâne antamați în indicatori și cash-flow-uri pe care nu le înțeleg dincolo de cifre și calcule matematice, dar de care se folosesc, îndepărtându-se tot mai tare, cu trecerea anilor, de lumea reală, de ceea ce se întâmplă în realitate în funcționarea unei companii. Materialul de față este destinat celor care vor să înțeleagă lumea financiar-bancară printr-o abordare practică, pozitivă și empatică față de principalul activ al acesteia, CLIENTUL. Nu rar mi-a fost dat să aud manageri vânzări din Rețeaua bancară spunând cu amărăciune: „Colegii de la Risc s-au izolat într-un turn de fildeș, nu răspund la telefoane, nu înțeleg problemele clienților și ale noastre, care suntem interfața!” Și aceste afirmații sunt foarte adevărate. Însă situația ar fi mult diferită dacă prezentarea companiei, a planului de afaceri, a solicitării de finanțare s-ar face folosind exact termenii, indicatorii și structura solicitate de Risc, astfel încât aceștia să fie puși în situația de „mat”. Dacă materialul prezentat răspunde la toate întrebările pe care le-am discutat în acest material până în acest moment, cu siguranță colegii de la Risc vor lua decizia în concordanță cu ceea ce ați simțit și propus voi atunci când l-ați scris.

Revenind la Contul de profit și pierdere al companiei, chiar și în situația unei afaceri profitabile, din punct de vedere al Profitului din exploatare, încă se poate ruina totul datorită unui Rezultat financiar foarte slab.

Rezultatul financiar = Venituri Financiare – Cheltuieli Financiare

Veniturile financiare pot fi din provizioane, diferențe de curs favorabile, din dobânzi la depozite, reduceri primite etc.;

Cheltuielile financiare pot fi cu provizioanele, cu dobânda plătită, cu diferențele de curs nefavorabile, reduceri acordate etc.

Veniturile și cheltuielile cu dobândă

Sunt cele mai întâlnite în practica economică, întrucât orice companie de o talie apreciabilă are nevoie cel puțin de credite pentru capital de lucru, linii de credit; orice formă de finanțare este purtătoare de dobândă și sumele plătite de companie

În acest sens se vor regăsi în această categorie bilanțieră. Idem în cazul veniturilor din dobânzi, deși acesta este un fenomen mai rar, specific companiilor ce fac parte dintr-un grup (ce își acordă împrumuturi între ele) sau instituțiilor financiare, care au ca obiect de activitate acordarea de finanțări purtătoare de dobânzi.

În mod normal, cheltuielile cu dobânda nu sunt în măsură să afecteze semnificativ profitabilitatea unei companii, de regulă acestea sunt sub 1% din Cifra de afaceri. Există însă situația companiilor start-up, sau Project Finance, ce au contractat un credit de investiții considerabil, dar care încă nu au ajuns la o Cifra de afaceri substanțială; dobânzile însă se plătesc, la întreaga valoare a creditului contractat, ceea ce poate face că întreaga companie să fie pe pierdere. Cât timp această pierdere este asumată în Business planul prezentat la momentul finanțării, nu constituie motiv de îngrijorare. Când însă gradul de executare a Business Planului scade sub 85% există șansa ca întregul proiect să fie un insucces său mult întârziat, iar în această situație creditele și dobânzile aferente vor trebui cel mai probabil restructurate.

O a doua situație a unor cheltuieli foarte mari apare în cazul suprafinanțărilor cu credite pe termen scurt. Sunt acele companii aflate pe perfuzie cu linii de credit supra-dimensionate, datorată cel mai probabil unei structuri bilanțiere dezechilibrate (Fond de rulment negativ) sau unui ciclu de conversie anormal de lung. Ele supraviețuiesc doar cât timp perfuzia și branula sunt la locul lor și intră în stop cardio-respirator, respectiv insolvență, imediat cum instituția financiară solicită cu timiditate o diminuare a finanțării.



Exemplu

Compania de creștere și comercializare crap „Danube Paradise” deține în proprietate o suprafață de lacuri de mică adâncime de cca 200 hectare. Peste 60% din această suprafață a fost amenajată pentru creșterea în regim industrial a crapilor destinați vânzării pentru pescuit sportiv și comercializării în supermarket. Compania înregistrează o Cifra de afaceri de 10 MEUR și un Profit din Exploatare de 130 KEUR. Bilanțul societății se prezintă succint astfel:

ACTIV		PASIV	
Active imobilizate	2,5 MEUR	Capitaluri Proprii	1 MEUR
Stocuri	2 MEUR	Credite pe termen mediu	0,5 MEUR
Creanțe	0,8 MEUR	Furnizori	0,1 MEUR
Disponibil	0 RON	Linii de credit	3,7 MEUR
TOTAL ACTIV	5,3 MEUR	TOTAL PASIV	5,3 MEUR

Să verificăm câțiva indicatori de bază:

Fondul de rulment = Capital permanent – Activ Imobilizat = **-1 MEUR**;

Ciclul de conversie a numerarului = Necesarul de finanțare (NFR) = Stoc + Creanțe – Furnizori = 2,7 MEUR

Trezoreria Netă = FR - NFR = -1 MEUR - 2,7 MEUR = -3,7 MEUR = valoarea liniilor de credit contractate.

Rotațiile stoc, clienți, furnizori sunt bune pentru acest tip de activitate, ținând cont că acest tip de pește are nevoie de o durată destul de lungă pentru a atinge greutatea necesară pentru comercializare.

Ne este evident că această companie este finanțată greșit; este dezechilibrată (FR negativ), astfel că cca 1 MEUR din liniile de credit este folosit pentru a finanța investiții pe termen lung. La o CA lunară de 0,83 MEUR, finanțarea prin linie de credit reprezintă 4,5 luni de vânzări, ceea ce este inacceptabil. Cum credeți că s-a ajuns în această situație, de ce băncile au acordat asemenea finanțări? Simplu: compania a prezentat un plan de afaceri care prevedea că la acest nivel al investițiilor, respectiv 2,5 MEUR, Cifra de afaceri anuală va fi de minim 16 MEUR; pentru această prognoză, compania a solicitat acel nivel al finanțărilor pentru capital de lucru, și i s-a și aprobat. Iată însă că pe această piață competiția este ridicată și compania nu poate vinde mai mult de 10 MEUR pe an.

Să calculăm acum dobânda la finanțările existente:

– Creditul de investiții de 0,5 MEUR este acordat cu o dobândă de 3,9%/an, rezultând o dobândă anuală de cca 19.500 EUR;

– Linia de credit de 3,7 MEUR este acordată cu o dobândă de 3,5%/an, rezultând o dobândă de plată anuală de 129.500 EUR.

TOTAL dobânzi plătite: 149.500 EUR;

Rezultă faptul că această companie **este pe pierdere** (-19,5 KEUR), întrucât Rezultatul pozitiv din exploatare de 130 KEUR este depășit de cheltuielile cu dobânda.

Aceasta este și un exemplu tipic de situație fără ieșire atât pentru bancă, cât și pentru antreprenor:

– Orice încercare de diminuare a finanțărilor prin reducerea treptată a creditării este lovită de incapacitatea clară a companiei de a rambursa, compania este pe pierdere. Activul imobilizat al societății, fiind reprezentat în totalitate din terenuri și bălți ce nu se amortizează, nu există nicio sursă suplimentară din care compania ar putea plăti ceva; deci creditele rămân la acest nivel și în această structură;

– Antreprenorul muncește 100% pentru a-și onora dobânzile față de bancă; el nu primește niciun dividend pentru munca prestată, ba mai mult, uneori este nevoit să aducă bani de acasă (dacă ei există, deși am putea să presupunem că nu știe

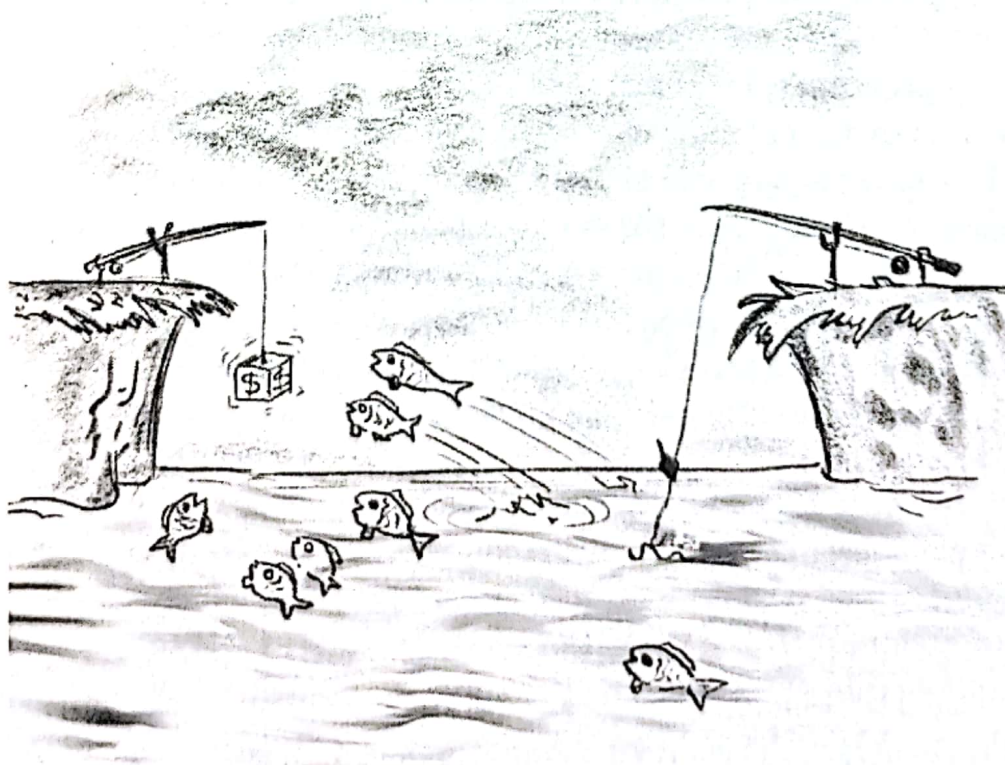
nimeni câți pești pescuiește din baltă și cui îi și vinde) pentru a susține pierderile înregistrate și serviciul datoriei. Pentru el, viitorul este sumbru:

- În permanență există riscul ca prin acumularea de pierderi și eventuale creanțe cu termene mai lungi de plată, compania să se afle în situația de a nu putea acorda hrana zecilor de tone de pește din lacuri, pierzând întregul stoc de marfă.

Acest client trebuie marcat ca și sensibil spre default în contabilitatea instituției financiare ce i-a acordat creditele, iar un provizion substanțial de peste 25% ar trebui constituit imediat. Iată cum banca a reușit prin creditele acordate greșit acestei companii (însă cu bine intenții), să-și constituie o cheltuială de peste 1 MEUR (cu provizioanele) și cu un risc de default total ridicat.

Ca o **anecdotală** referitor la acest exemplu:

Mi s-a întâmplat într-o zi de vineri după-amiază să primesc următoarea solicitare de finanțare ultra-urgentă din partea unui client existent, deținător al unei afaceri cu păstrăvi. De două săptămâni, deoarece principalul său client nu îi plătise la timp, compania nu reușise să mai hrănească cele 18 tone de pește viu pe care le deținea. Aceștia, după ce pierduseră substanțial în greutate, intraseră într-o stare de hibernare și prostrație. Dacă nu se acordau rapid 90 KEUR credit pe 90 zile pentru hrană/premix, 18 tone de păstrăv ar muri. Compania arăta aproape similar cu cea prezentată în exemplul de mai sus, la o talie mai mică însă. Vă las pe voi să decideți acordarea sau respingerea acestei tranzacții, eu la momentul respectiv am luat o decizie ce în final s-a dovedit a fi cea corectă.



Veniturile și cheltuielile cu provizioanele

În activitatea curentă a unei companii se întâmplă să apară sincope în încasări sau pierderi ca urmare a unui eveniment neprevăzut. Pentru a preveni din timp aceste pierderi și pentru a le suporta mai ușor în timp, managementul companiei poate decide constituirea de provizioane; nivelul acestor provizioane, ca procent din evenimentul estimat, se stabilește funcție de probabilitatea ca acel eveniment să se întâmple.

De exemplu: în mod neașteptat, unul din clienții importanți ai unei companii, față de care aceasta înregistra o creanță de 1 MEUR, își anunță insolvența și respectiv incapacitatea de plată. Marfa pe care compania le-a livrat-o nu mai poate fi recuperată. Cu atât mai mult dacă este vorba de un serviciu prestat. Nu putem rămâne cu acea creanță „a la long” în Activul companiei, întrucât cunoaștem deja faptul că este foarte posibil ca peste 50% din suma respectivă, deci 500 KEUR, nu va mai fi recuperată.

Prin urmare, se trece suma de 500 KEUR în activ la creanțe incerte, iar în Pasiv se constituie un provizion de valoare similară. Contul de profit și pierdere este afectat prin constituirea unei cheltuieli cu provizioanele de 500 KEUR, suma ce va impacta Rezultatul din exploatare și implicit Profitul net.

Poate exista și situația contrară, în care după ce în urmă cu 2-3 ani am constituit provizioane de 500 KEUR, afectând respectivul exercițiu financiar la momentul constituirii, în prezent să recuperăm întreaga sumă. Vom avea deci Venituri din provizioane constituite, impactând pozitiv Profitul net al companiei.

Analizii financiari, cei care citesc bilanțurile societăților comerciale, nu privesc cu ochi buni provizioanele (atunci când sunt de valoare importantă), nici când este vorba de cheltuieli, nici când sunt venituri. Orice înregistrări în aceste conturi înseamnă că această companie și-a asumat niște riscuri la un moment dat, livrând marfă sau prestand servicii către o companie aflată în dificultate, cu risc de insolvență, lucru ce se poate întâmpla și în viitor, afectând bonitatea companiei. Și antreprenorii, ce sunt deja beneficiari ai unor credite, cunosc această aversiune vis-a-vis de provizioane din partea finanțatorilor lor, astfel că unii vor alege să nu le constituie deloc. Dacă se întâmplă ca un client important să nu mai plătească, este lăsat în creanțe, la un loc cu toate celelalte creanțe comerciale, în speranța că instituția financiară nu va observa cu ocazia revizuirii anuale a creditelor sau cu solicitarea majorării finanțării. Și uneori chiar nimeni nu observă.

Însă, atunci când paguba este substanțială, un analist abil va descoperi faptul că rotația creanțelor este foarte greoaie comparativ cu termenele contractuale stabilite de companie cu clienții săi. Adică, de exemplu, dacă o companie vinde preponderent cash și în mică măsură cu plata la 15 zile, nu este normal să descoperim o rotație a

creanțelor la 38 zile. Cel mai probabil în creanțele clientului există și una incertă, care ar fi trebuit previzionată.

De aceea, odată cu prezentarea dosarului de credit, întotdeauna vor fi solicitate informațiile privind **creanțele/stocurile/datorii furnizori** în următorul format:

	Vechime <30 zile	Vechime 30-60 zile	Vechime 60-90 zile	Vechime >90 zile
Creanțe/Datorii Furnizori/ Stocuri				

Întotdeauna vor fi solicitate explicații privind posibilele anomalii din tabel, astfel sunt șanse foarte mari de a fi descoperite creanțe incerte sau stocuri depreciate/perisate, ce ar fi trebuit provizionate.

Un lucru este cert: sumele înscrise ca venituri și cheltuieli din provizioane nu se iau în calculul capacității de rambursare a unei companii sau în dimensionarea oricărei forme de credit pentru capital de lucru. Ele se întâmplă o singură dată, în acest moment, ca urmare a unui eveniment neprevăzut, în timp ce activitatea de creditare analizează evoluții în tendință și istoric, activități și prognoze viitoare; ar fi greșit să fie incluse în calculele de cash-flow sau Trezorerie netă, dacă nu reprezintă o caracteristică recurentă a companiei analizate.

Veniturile și cheltuielile din diferențe de curs

Comaniile care realizează activități de import sau export, sau care activează doar pe piața internă, însă au credite în valute externă, înregistrează diferențe de curs pozitive sau negative ce impactează contul de profit și pierdere.

Comaniile ce realizează activități de export înregistrează câștiguri din deprecierea monedei interne și pierderi din aprecierea acesteia. Importatorii sunt afectați invers de evoluția acestei monede.

Comaniile care au contractat credite în valută externă, beneficiind de o dobândă net inferioară celei la moneda locală, vor înregistra diferențe nefavorabile în condițiile în care moneda locală se va deprecia în cadrul exercițiului financiar, și diferențe favorabile dacă moneda locală se va aprecia.

Să luăm **exemplul** companiei de curierat „Fast Courier” cu o CA anuală de 20 MEUR realizată în exclusivitate în moneda locală. Profitul net anual al companiei se

situează de regulă la cca 2% din CA, respectiv 200 KEUR. Pentru desfășurarea în bune condiții a activității, compania beneficiază de o linie de credit de 2 MEUR, în valută. Cursul de schimb este la începutul anului de 4 la 1, respectiv 4 monede locale la 1 EUR. Imediat după debutul anului, cursul se depreciază la 5 monede locale la 1 EUR, astfel că în bilanțul contabil încheiat se marchează diferența nefavorabilă indusă de această depreciere. Dacă creditele contractate reprezentau inițial în moneda locală 8 M (2 MEURx4), ulterior acestea reprezentau 10 M (2 MEUR x5), compania marcând o pierdere de 2 M (400 KEUR) și intrând pe pierdere. Acesta este de fapt cel mai mare pericol al contractării de credite în valută: pot fi mai ieftine din punct de vedere al dobânzii, însă se pot transforma în coșmar în condițiile unor economii inflaționiste.

3.3. Profitul Brut și Profitul Net

Având în acest moment Rezultatul din Exploatare și Rezultatul Financiar, putem calcula Profitul Brut:

Profitul Brut = Rezultatul din Exploatare - Rezultatul Financiar;

După plata impozitului pe profit, stabilit diferit în fiecare țară în parte, vom obține Profitul net:

Profitul Net = Profitul brut - Impozitul pe Profit (%)

În analiza financiară se folosește Profitul net calculat ca % din Cifra de afaceri, întrucât el trebuie comparat cu procentul obținut de companii acționând în domenii similare, pentru a vedea dacă societatea analizată se situează la același nivel, deasupra, sau înregistrează o profitabilitate inferioară față de principalii competitori; acest indicator este și o măsură a performanței managementului și nu întâmplător de multe ori bugetul anual este exprimat și printr-o țintă de profit.

Rata profitabilității nete (%) = (Profit Net / Cifra de Afaceri) * 100;

Folosind Profitul net, pot fi calculați și urmăriți mai mulți indicatori, cel mai frecvent întâlnim ROE (Return on Equity) și ROA (Return on Assets):

ROE (%) - Return on Equity/ Rentabilitatea capitalurilor proprii, reprezintă profitabilitatea procentuală anuală pe care o aduce investitorului capitalul investit; acest indicator este necesar investitorilor pentru a aprecia domeniile în care se câștigă cel mai bine raportat la investiția făcută. Astfel, nu are niciun sens pentru un investitor să își blocheze capitalul într-o afacere ce îi aduce un ROE de 2%, dacă descoperă că în cu totul alt domeniu poate avea un ROE de 10% la același capital investit.

$$\text{ROE} = (\text{Profit Net} / \text{Capitaluri Proprii}) * 100;$$

Rentabilitatea la Activele societății (Return on Assets – ROA) dă un semnal cu privire la gradul de utilizare a capacităților de producție, a activului/averii în general. Și acest indicator reflectă performanța managementului și a companiei în general. Există situații când o fabrică având dotări de milioane de EURO generează un ROA de 2%, în timp ce un student cu un laptop (având o societate comercială în care el însuși este asociat unic și unic angajat, laptop-ul fiind activul) generează un ROA de 1000%.

$$\text{ROA} = (\text{Profit Net} / \text{Total Activ}) * 100;$$

Cu acest capitol am finalizat prezentarea succintă a bilanțului și a Contului de profit și pierdere ale unei societăți comerciale. Prin zeci de exemple am încercat să prezint situații diverse, bune și rele, la care analiștii financiari, dar și antreprenorii, trebuie să fie foarte atenți pentru a evita derapaje ce se pot dovedi ireparabile.

În capitolele următoare ne vom concentra pe prezentarea de exemple mai complexe, pentru fiecare tip de activitate comercială, de la agricultură la industrie, de la construcții la activitatea de distribuție. Pentru a stabili însă, ce tipuri de produse financiare se potrivesc pentru fiecare tip de activitate, în capitolul următor vom trece în revistă caracteristicile principalelor produse financiare existente pe piață.

Capitolul IV

PRODUSE FINANCIAR-BANCARE: DESCRIERE, ANALIZĂ, EXEMPLE

În continuare voi detalia caracteristicile principalelor produse de finanțare a companiilor existente pe piață. Fiecare instituție financiară își denumeste diferit produsele, cu denumiri cât mai lipicioase, „catchy”, însă mai mult sau mai puțin, toate produsele sunt aproape identice. Diferențele se pot constitui la nivel de dobânzi și comisioane, funcție de clientul țintă căruia i se adresează, astfel:

- **Pentru companii mici și foarte mici**, se practică atât dobânzi, cât și comisioane mari, deoarece aceștia nu se află în postura de a negocia cu instituțiile financiare, ei sunt fericiți dacă li se aprobă finanțarea. Ce-i drept, în acest segment se înregistrează cel mai mare procent de default și tocmai de aceea este nevoie de o profitabilitate ridicată a finanțării pentru a acoperi pierderile cu provizioanele și nete;

- **Pentru companiile de talie medie**, foarte importantă este dobânda; acestea sunt companii ce au ieșit din plutonul micilor afaceri de apartament și înregistrează vânzări de peste 1-2 MEUR anual. Asociații lor încep să aibă pretenții, sunt foarte orgolioși și mândri de ceea ce au realizat și solicită negocierea dobânzii. Finanțatorii sunt deschiși la negociere, însă impun un nivel de comisioane ridicat pentru a-și suplimenta veniturile: comisioane de acordare, de gestiune lunară, de rambursare anticipată etc.

- **Pentru companiile mari**, între 10-50 MEUR Cifra de afaceri, atât dobânda, cât și comisioanele se negociază funcție de oferta pieței. Acest companii fac shopping, mergând pe la 2-3 finanțatori și compară aceste oferte, oferind feedback, până se declară mulțumiți de oferta primită. Instituțiile financiare câștigă nu doar din finanțare, ci și din preluarea și finanțarea individuală a tuturor angajaților companiei, din rulaje (încasări, plăți prin contul curent al companiei), astfel că oferta de acordare a unei linii de credit – de exemplu – ia în calculul profitabilității toate aceste categorii de venituri suplimentare, care nu sunt deloc neglijabile. Un singur astfel de client poate ține ocupată și pe profit o întreagă agenție bancară.

- **Pentru marile corporații**, companii, cu Cifra de afaceri de peste 50 MEUR, totul este negociabil; de obicei comisioanele dispar în totalitate, sau rămâne un mic comision de acordare, ce remunerează de obicei munca celor din departamentele back-Office pentru analiza și punerea la dispoziție a facilității de credit. Produsele

de finanțare sunt complet personalizate conform solicitării clientului, în anumite cazuri instituția financiară fiind nevoită să dezvolte pe propria cheltuială un produs sau serviciu nou, pentru a satisface solicitarea particulară a clientului.

Vom trece în revistă în continuare principalele produse de finanțare, oferind, așa cum ne-am obișnuit, exemple detaliate în fiecare caz.

4.1. Creditele pentru capital de lucru

4.1.1. Linia de Credit

Linia de credit este cea mai întâlnită formă de finanțare a unei companii. Este un produs „revolving”, ce se acordă de regulă pe 12 luni, fiind destinat finanțării cheltuielilor curente ale companiei, generate de desfășurarea ciclului de producție: cheltuieli cu stocurile, furnizorii, salariile angajaților, taxe și impozite curente etc.

Linia de credit nu este destinată achizițiilor de mijloace fixe, clădiri, vehicule, deoarece aceste Active imobilizate au o durată normată de funcționare cuprinsă între 5-50 ani, fac parte din activitatea investițională a companiei și nu din activitatea curentă.

Instituția financiară ce aprobă și pune la dispoziție această facilitate de credit urmărește, cu ocazia primei trageri, ca destinația creditului să fie respectată; clientul vine la plată cu diverse documente doveditoare, iar reprezentantul bancar verifică ca acestea să se refere la cheltuieli curente, destinate strict activității companiei. După ce însă linia este folosită în totalitate, aceasta fuzionează cu contul curent al companiei, funcționând ca un descoperit de cont. Orice trageri din linie apar ca un minus al contului curent, pentru care se percepe dobândă, în timp ce încasările pe cont duc la diminuarea valorii liniei și reducerea dobânzii percepute.

Odată acordate, foarte greu se mai rambursează vreodată, întrucât compania se dezvoltă în baza liniei de credit, crește și devine dependentă de aceasta. Astfel că, deși linia de credit are o durată de valabilitate limitată, de doar 12 luni, acest lucru nu folosește decât la actualizarea datelor financiare și comerciale ale companiei, în scopul identificării riscului potențial și revizuirii ratingului companiei. După desfășurarea procesului de analiză anuală, linia se reînnoiește pe încă o perioadă de 12 luni sau, în cazul în care finanțatorul descoperă o situație depreciată și sensibilă, poate solicita reînnoirea pe perioade mai scurte, sau solicitarea unei rambursări parțiale sau totale, însă pe o perioadă mai lungă de timp.

În asemenea situații negative, managementul companiei primește aceste propuneri de diminuare a finanțării ca pe un afront personal și încearcă refinanțarea creditului la o altă instituție financiară. Dacă situația financiară a companiei nu este foarte rea, vor și reuși să își refinanțeze creditele și astfel linia de credit, ce la acest moment face parte deja intrinsec din companie, va continua să existe la același nivel. Dacă însă situația companiei s-a înrăutățit foarte mult, companiile nu vor putea găsi un alt finanțator, iar ambele părți contractante, Finanțator și Debitor, rămân prizonieri într-o relație pe care nu și-o mai doresc. Aceasta este situația clienților cu întârzieri la plată, marcați de finanțator ca fiind Sensibili sau Default, ce sunt în perioada anterioară insolvenței, în care managementul caută modalități noi de revigorare a producției și vânzărilor, de restructurare a personalului.

În marea majoritate a cazurilor, liniile de credit trăiesc și mor odată cu companiile pe care le deserveșc. Din acest motiv, procesul de acordare a acestui produs trebuie să fie complex, corect și bine ancorat în tendințele sectorului economic în care debitorul activează. De asemenea, atunci când Finanțatorul descoperă cu ocazia revizuirii anuale că linia de credit nu a fost folosită strict pentru destinația pentru care a fost acordată, trebuie să ia măsuri drastice pentru restructurarea ei, mergând până la propunerea către client de rambursare sau refinanțare cu alt Finanțator. Veniturile aduse Finanțatorului de relația comercială cu un astfel de client sunt tentante, însă recomand ca discuția să fie foarte clară și fermă, întrucât riscurile și pierderile potențiale sunt incomparabil mai mari. De exemplu, provizionarea și marcarea ca „Default” a unui client de talie medie (Cifra de afaceri 10-20 MEUR, linie credit 1-2 MEUR), poate trece pe pierdere o sucursală orășenească pe o perioadă de 2-4 ani.

Cum se dimensionează linia de credit?

În introducerea acestei cărți am dat exemplul interviului meu de angajare, în care cel care îmi lua interviul a jucat rolul unui client nemulțumit ce se grăbește să obțină un credit de 5 MEUR. Aveam în față bilanțurile companiei pe ultimii 3 ani și un scurt mesaj scris cu pixul – „Constructor”. La ce ne raportăm atunci când suntem puși în fața unor situații asemănătoare? Desigur, putem câștiga timp, trimițând un email pompos în care asigurăm clientul de întregul profesionalism al echipei de analiză financiară, ce va face tot posibilul să răspundă într-un timp scurt la solicitare. Și desigur, poți atașa la acest mail lista de documente ce trebuie primite de la client, fără de care nu se poate emite nicio opinie. Sau, poate e timpul să fii tu profesionist, nu doar o interfață arătoasă și bine îmbrăcată, și să acorzi cu adevărat consultanță financiară clientului. Sunt convins că vei avea astfel mai mult succes,

mai ales dacă lucrezi sau intenționezi să lucrezi în vânzări în cadrul unei instituții financiare.

Să apelăm la ceea ce am învățat până acum:

- **Necesarul de finanțare a activității curente (NFR)** se calculează astfel: **Clienți + Stocuri - Furnizori**, iar rezultatul îl reprezintă nevoia de bani a compania pentru a-și desfășura un ciclu de producție complet. Acest necesar, este finanțat mixt, de: împrumut asociați, credit bancar (linie de credit) și/sau Fond de Rulment pozitiv al companiei. Nu este obligatoriu să găsim toate aceste 3 surse de finanțare concomitent.

- **Fondul de Rulment al companiei (FR)** se calculează astfel: **Capital Permanent (Capitaluri proprii + Datorii pe termen mediu și lung) - Active Imobilizate**, și este o măsură a echilibrului/ dezechilibrului unei companii, ca urmare a activității investiționale. Atunci când FR este pozitiv, înseamnă că societatea comercială a atras suficiente resurse pe termen mediu și lung pentru a-și finanța atât investițiile, cât și o parte din necesarul curent; aceasta este o situație dorită, întrucât este indicat să nu lăsăm doar băncile să finanțeze fluxul de producție, deoarece costurile acestei finanțări se pot dovedi prea mari. Atunci când FR este negativ, înseamnă că managementul societății a decis să folosească resurse pe termen scurt pentru a finanța investiții; de exemplu, nu și-a plătit o parte din furnizori la timp, deoarece a achiziționat un vehicul/echipament/imobil. Această situație prezintă - funcție de gravitate - un pericol pentru companie, iar finanțatorii trebuie să consilieze managementul companiei și să identifice soluții de re-finanțare/restructurare.

- **Trezoreria Netă (TN) = FR - NFR** și este măsura exactă a dimensiunii maxime pe care finanțările bancare pe termen scurt (ex. Linia de credit) trebuie să le aibă.

Astfel dimensionăm valoarea liniei de credit pentru activitatea curentă a unei companii; bineînțeles că luăm în calcul toate facilitățile de credit pe termen scurt pe care compania le deține de la toți posibii finanțatori, iar valoarea totală a acestora, inclusiv prezenta solicitare, se va încadra în valoarea indicată de TN. Finanțatorii au propriile reguli prudențiale de creditare, diferite între ele, definite prin Norma internă de creditare. Astfel, unele bănci finanțează maxim 80% din NFR, altele mai puțin etc. Numai că, spre deosebire tranzacțiile de mică valoare, care se analizează automat printr-un program de scoring, finanțările acordate companiilor medii și

mari sunt întotdeauna analizate de oameni cu experiență, de experți. Aceștia vor interpreta datele furnizate de companie și indicatorii calculați, trecându-le prin filtrul propriei experiențe și ținând cont de situația ramurii industriale în care activează compania și estimările asupra economiei în general.

Observație! Nu sunt acceptate de regulă dezechilibre bilanțiere, manifestate printr-un FR negativ. Deși în practică se mai întâlnesc astfel de cazuri, ele apar deoarece clientul nu a respectat condițiile de creditare și utilizare a liniei. Fie a făcut investiții, fie a retras dividende diminuându-și astfel capitalurile, cert este că la scadența liniei de credit compania poate fi dezechilibrată. Finanțatorul poate decide să mai acorde o șansă pentru următorul an și să reînnoiască linia de credit pe 6 sau 12 luni, în vederea unei redresări. Acestea sunt excepții și trebuie înțelese ca atare. Fondul de rulment (FR) trebuie să fie pozitiv pentru a avea o relație excelentă cu Finanțatorii.

Ce ne facem cu clienții care solicită linii de credit de valori mai mari, mergând pe o evoluție pozitivă a Cifrei de afaceri în anul următor? Pentru că da, trebuie să ținem cont de impactul pozitiv pe care injecția de fonduri îl poate avea în companie, ducând la creșterea Cifrei de afaceri, la abordarea de noi categorii de clienți, plata mai rapidă a furnizorilor etc.;

În acest caz, trebuie să estimăm FR, NFR și TN pentru exercițiul financiar N+1, luând în calcul următoarele elemente:

- Cât se estimează că va fi CA în exercițiul N+1?
- Care va fi rotația estimată a clienților, a stocului și a furnizorilor? Funcție de aceste ipoteze, vom calcula valorile viitoare ale conturilor de clienți, stocuri și furnizori, după care vom putea calcula noul necesar de finanțare (NFR);
- Care este politica de dividende a acționarilor în N+1? Profiturile nerepartizate și curente, influențează pozitiv Fondul de rulment, în timp ce retragerile sub formă de dividende influențează negativ. Facem o estimare a FR în N+1, pornind de la discuțiile cu clientul;
- Calculăm Trezoreria Netă estimată pentru N+1;
- Dimensionăm linia de credit astfel încât, toate finanțările pe termen scurt de care beneficiază compania să nu depășească valoarea estimată a TN.

Toate aceste calcule trebuie făcute în deplină transparență alături de client, cu sprijinul său, astfel încât în toate etapele, acestuia să-i fie foarte clar cum s-a ajuns la decizia respectivă de finanțare. Este o bună ocazie să verificăm și onestitatea clientului: dacă acesta nu vrea să știe de niciun calcul, de nicio rațiune sau explicație, poate e mai bine să nu insistăm cu acordarea finanțării. Din experiență vă spun, cu cât clienții sunt mai supărați și agresivi încă de la prima întâlnire, cu cât nu

vor vrea să vă asculte întrebările și să răspundă rațional, fiind alături de voi în acest demers, cu atât sporesc șansele ca acești indivizi să nu mai ramburseze niciodată, nici creditul, nici dobânda. Dacă acum, când le acordați bani, se comportă așa, imaginați-vă cum se vor comporta atunci când cu 60 zile restante la plata dobânzii, va trebui să-i faceți o vizită la sediu în care să-l convingeți să plătească...

! Exemplu

Compania de abatorizare și procesare a cărnii suine „4 Pigs”, având o Cifră de afaceri anuală de 24 MEUR, estimează o creștere de 20% a Cifrei de afaceri anul următor datorită deschiderii unei rețele regionale de magazine proprii de desfacere cu amănuntul. Această mutare face parte din strategia de dezvoltare pe termen mediu a managementului, având ca țintă o mai mare autonomie față de rețelele de hipermarket-uri și implică o marjă comercială mai ridicată.

Compania beneficiază în prezent de linii de credit de 5,8 MEUR și solicită majorarea cu 20% a acestora, la 7 MEUR, în linie cu estimarea de creștere a vânzărilor; de asemenea, managementul companiei ne informează că în N+1 doresc retragerea de dividende din Profitul nerepartizat acumulat de cca 0,9 MEUR.

Datele bilanțiere ale companiei la data încheierii exercițiului financiar N arată succint astfel:

ACTIV (N)		PASIV (N)	
Active Imobilizate	6 MEUR	Capitaluri Proprii	3,5 MEUR
Stocuri	4 MEUR	Datorii pe TM&L	3,5 MEUR
Creanțe	6 MEUR	Furnizori	3,7 MEUR
Disponibil	0,5 MEUR	Linii de credit	5,8 MEUR
TOTAL ACTIV	16,5 MEUR	TOTAL PASIV	16,5 MEUR

Să calculăm principalii indicatori ai situației actuale, pentru a vedea dacă firma este finanțată acceptabil:

- Cifră de afaceri lunară: $24 \text{ MEUR} / 12 = 2 \text{ MEUR/lună}$;
- Rotația Stocurilor (2 luni), a creanțelor (3 luni), a datoriilor către Furnizori (2 luni), considerate normale datorită naturii activității, contractelor comerciale de achiziție și mai ales a celor de desfacere prin hipermarketuri, cu plata la 90 zile și peste.

- Necesarul de finanțare $\text{NFR} = 6,3 \text{ MEUR}$, $\text{FR} = +1 \text{ MEUR}$, $\text{TN} = \text{FR} - \text{NFR} = -5,3 \text{ MEUR}$; observăm că linia de credit de 5,8 MEUR finanțează un pic peste TN, însă identificăm surplusul în disponibilul din cont; discutăm cu clientul și aflăm că a fost

o situație temporară la data încheierii bilanțului, ca urmare a unei încasări substanțiale venite într-o singură zi; în prezent, la data analizei, compania nu deține disponibil în cont;

- Linia de credit finanțează deci TN și reprezintă puțin sub 3 luni de vânzări, ceea ce reprezintă o valoare acceptabilă, însă aproape de limita superioară. Finanțarea prezentă este încă ok.

Analizăm acum solicitarea de credit primită, respectiv de creștere a liniei de credit cu 20%, la 7 MEUR:

- Cifra de afaceri medie lunară va crește la 2,4 MEUR/lună;

- Estimăm că rotațiile vor fi următoarele: rotația stocurilor (2 luni), a furnizorilor (2 luni), a creanțelor (2,5 luni). Observați că rotația creanțelor este estimată să scadă (de la 3 la 2,5 luni), întrucât compania își va crește cifra de afaceri datorită vânzărilor în magazinele proprii, ceea ce înseamnă vânzări cash, cu plata la vedere.

- Ciclul de conversie a numerarului este estimat că va fi de 2,5 luni, de unde rezultă un NFR de 6 MEUR (Cifra de afaceri N+1 de 28,8 MEUR/12 x 2,5 = 6 MEUR);

- Fondul de rulment va scădea, ca urmare a retragerii de dividende anunțate (0,9 MEUR), ce va diminua capitalurile proprii; activele imobilizate vor scădea ca valoare, ca urmare a înregistrării unor amortizări de 0,5 MEUR; nu sunt prevăzute alte investiții. Datoriile pe TM/L vor scădea la 3,2 MEUR, ca urmare a rambursărilor făcute.

- FR va deveni +0,3 MEUR (Capitaluri proprii 2,6 MEUR + Datorii pe TM/L 3,2 MEUR - 5,5 MEUR);

- **Trezoreria netă N+1** = FR - NFR = +0,3 MEUR - 6 MEUR = -5,7 MEUR;

Facem o **proiecție a bilanțului la momentul N+1** pe baza ipotezelor de mai sus, agreeate împreună cu clientul:

ACTIV (N)		PASIV (N)	
Active Imobilizate	5,5 MEUR	Capitaluri Proprii	2,6 MEUR
Stocuri	4,8 MEUR	Datorii pe TM&L	3,2 MEUR
Creanțe	6 MEUR	Furnizori	4,8 MEUR
Disponibil	0 MEUR	Linii de credit	5,7 MEUR
TOTAL ACTIV	16,3 MEUR	TOTAL PASIV	16,3 MEUR

Observăm că în N+1, compania va avea nevoie de o linie de 5,7 MEUR, prin urmare solicitarea de majorare la 7 MEUR nu este justificată. În cazul în care pe

termen scurt (1-2 luni) compania are nevoie de un surplus de cash dovedit, se va putea discuta de o suplimentare temporară a finanțărilor, un credit pe 3-4 luni cu rambursare, însă în lipsa acestor dovezi linia de credit rămâne neschimbată.

4.1.2. Creditele sezoniere

Acestea sunt o formă particulară a liniei de credit și se acordă atunci când compania căreia i se adresează are o activitate puternic sezonieră, manifestată printr-o creștere substanțială a vânzărilor într-o perioadă limitată de timp. Se acordă de regulă pe perioade de 3-6 luni și prevăd un grafic de rambursare: fie într-o singură tranșă la scadență, fie în 2-3 tranșe, pe măsură ce compania recuperează creanțele din piață.

Activitățile ce se încadrează în această categorie sunt în special: agricultura, comerțul online, construcțiile, industria de procesare a cărnii și conservelor, distribuția înghețatei și a berii etc.

Acordarea acestui tip de credit se face similar liniei de credit, doar că se estimează NFR și TN funcție de vârful vânzărilor sau cheltuielilor atins în perioada respectivă, nu ca medie.



Exemplu

Compania de comerț online „E-Store” se pregătește de lansarea campaniei Black Friday în luna noiembrie. E-Store estimează că în următoarele 2 săptămâni va reuși să vândă 30% din Cifra de afaceri anuală estimată la 200 MEUR, respectiv 60 MEUR. Pentru a putea asigura suficiente produse în stocul propriu (în scopul livrării rapide către clienți), compania are nevoie de un **credit sezonier de 35 MEUR, acordat pe o perioadă de 2 luni, cu rambursare 50% după prima lună și 50% la scadență creditului.**

Compania beneficiază deja de linii de credit în valoare totală de 35 MEUR, utilizate la maximum la momentul solicitării.

Compania are următorii indicatori bilanțieri:

Activ		Pasiv	
Active imobilizate	6 MEUR	Capitaluri Proprii	5 MEUR
Stocuri	35 MEUR	Furnizori	16 MEUR
Creanțe	15 MEUR	Linii Credit	35 MEUR
TOTAL ACTIV	56 MEUR	TOTAL PASIV	56 MEUR

Facem mai întâi o verificare a finanțării curente de care compania beneficiază:

Calculăm Cifra de afaceri lunară: $200 \text{ MEUR}/12 = 16,7 \text{ MEUR/lună}$, în medie;

Aruncăm o privire în bilanț și observăm că rotația stocurilor este la 2 luni, creanțele la 1 lună, iar datoriile furnizori la 1 lună. Punem clientului câteva întrebări cu privire la modul în care vinde, ce stochează etc. și primim următoarele răspunsuri:

- Da, este comerț online, ceea ce înseamnă vânzări cash (și o rotație a creanțelor ce ar trebui să se apropie de 2-3 zile și nu 1 lună), însă există o divizie Corporate care face vânzări în cantități mari, cu plata la termen, de obicei 60 zile; din combinația ponderată celor 2 canale de vânzări, rezultă această rotație de 1 lună;

- Referitor la stocuri, compania are nevoie să dețină stocuri substanțiale, întrucât atuul ei comercial îl reprezintă viteza de reacție la comanda plasată – **livrarea în aceeași zi**; or, acest lucru nu este posibil cu stocuri la furnizori. Marfa e depozitată într-un depozit închiriat.

- Compania încearcă să-și plătească furnizorii cât mai accelerat pentru a beneficia de discounturi substanțiale.

Ne declarăm mulțumiți de răspunsurile primite. Avem un ciclu de conversie decent, de 2 luni de vânzări și un necesar de finanțare $\text{NFR} = 34 \text{ MEUR}$ ($35+15-16$). Fondul de rulment $\text{FR} = -1 \text{ MEUR}$, de unde rezultă o Trezorerie netă ($\text{FR}-\text{NFR}$) = -35 MEUR , finanțată integral prin linii de credit. Liniile de credit finanțează 2 luni de CA, ceea ce e relativ decent și lipsit de riscuri semnificative, pentru o firmă aflată în creștere. Ca o paranteză, aș recomanda ca această sumă să fie finanțată de 2-3 bănci, în scopul dispersiei riscului. Însă acest lucru se va întâmpla doar în teorie; în practică, țintele de vânzări anuale ale finanțatorilor îi obligă pe aceștia să își asume riscuri suplimentare, doar pentru a le atinge. Astfel, mulți angajați își vor păstra job-urile, ba chiar vor primi un bonus de performanță.

Revenim acum la solicitarea de finanțare punctuală. Compania va vinde în luna respectivă de 60 MEUR comparativ cu 16,7 MEUR cât vindea în mod obișnuit. De aici rezultă o creștere a necesarului de finanțare cu aproximativ 45 MEUR. Solicitarea este pentru 35 MEUR. Discutăm cu clientul și aflăm că diferența va fi suportată de furnizori, care au interesul să vândă cât mai mult în această perioadă.

Întrebăm care va fi structura vânzărilor/încasărilor, iar răspunsul este că peste 95% din vânzări se adresează persoanelor fizice, cu plata cash.

Concluzia: Solicitarea se aprobă astfel: Credit sezonier 35 MEUR, **valabilitate 1 lună**, cu plata integrală la scadență. Garanții: stocul de marfă.

În acest caz nu s-au acceptat cele 2 luni solicitate de client, întrucât vânzarea și încasarea se realizează în interiorul lunii finanțate, nu există niciun motiv pentru a permite o valabilitate mai lungă. În al doilea rând, garanția o reprezintă stocul de marfă, care nu mai există după vânzare.

4.1.3. Credite de scontare facturi, descoperit de cont temporar

Reprezintă cea mai simplă dar și cea mai periculoasă formă de creditare. Practic, clientul se prezintă la Finanțator cu o serie de facturi emise (creanțe) a căror încasare o cesionează, iar în schimbul lor primește o sumă de bani (50% din valoarea lor, de exemplu) pe o durată de 30-60 zile.

Acest tip de finanțare se pretează pentru soluționarea unor nevoi de finanțare neașteptate, urgente și nu se regăsește în paleta de produse a tuturor finanțatorilor. De asemenea, este foarte probabil ca finanțatorul să solicite ca respectiva companie să fie client vechi, cunoscut, cu un comportament ireproșabil și un istoric foarte bun.

Facturile fiscale au un termen de plată înscris pe ele. Finanțatorul va verifica cu atenție toate facturile primite și va verifica împreună cu companiile menționate în ele dacă obiectul lor a fost livrat sau serviciul prestat, în bune condiții, și nu există obiecții din partea acestora. Contul înscris pe ele trebuie să fie cel deschis la Finanțator, unde se vor încasa și banii.

După care va analiza oportunitatea finanțării, motivația acestei nevoi urgente, calculul fiind similar cu cel de la produsele descrise mai sus.

După acordare, se urmărește scadența facturilor cesionate, încasarea și rambursarea creditului acordat.

Acest produs rămâne foarte riscant, întrucât facturile pot fi anulate ulterior emiterii (cu acordul beneficiarului), contul și banca pot fi schimbate prin act adițional, determinând încasarea în altă bancă etc. Clienții cu astfel de nevoi urgente și neprevăzute vor continua să fie „surprinși” întotdeauna de noi datorii și noi urgențe, ceea ce îi va împinge la încercări și abordări nesăbuite. Am văzut indivizi și companii prinse în iureșul incontrollabil al datoriilor pentru care nu mai au soluții și vă rog să mă credeți, nu este o imagine plăcută.

Pentru genul acesta de solicitare, există produsul de Factoring, ce va fi prezentat în continuare.

4.1.4. Factoring cu regres și fără regres

Factoringul reprezintă produsul de finanțare pe termen scurt prin care Debitorul își cesează creanțele către Finanțator, inclusiv toate drepturile de urmărire și colectare a acestora. Debitorul va primi 80-90% din valoarea facturilor (inclusiv TVA) la momentul cedării facturilor, iar diferența o va primi la scadență, după ce finanțatorul închide creditul. Pe toată durata finanțării, cedentul va plăti o dobândă pentru suma primită, alături bineînțeles de diferite comisioane (acordare, gestiune lunară etc.).

Avantajele aduse de acest produs sunt multiple, ceea ce-l face un produs extrem de căutat pe piață:

- Se poate obține un procent substanțial din creanțe, deci o finanțare importantă, fără a fi nevoie să se aducă garanții suplimentare (ex. ipoteca asupra unor imobile);
- Se aprobă relativ repede, după ce finanțatorul face o analiză a debitorilor cedați;
- Urmărirea și colectarea creanțelor o face finanțatorul, ceea ce este foarte confortabil, mai ales atunci când avem o dispersie ridicată a debitorilor cedați;
- În cazul factoringului fără regres, riscul este transferat pe debitorul cedat, Finanțatorul nemaiputând să se îndrepte asupra companiei în eventualitatea puțin probabilă a default-ului debitorului cedat.

Există două categorii principale de factoring: **Factoring cu regres și Factoring fără regres**. Companiile de factoring au creat și alte produse în afară de acestea, însă sunt de mai puțină importanță pentru analiza noastră.

În cazul **factoringului cu regres**, dacă finanțatorul, în ciuda eforturilor făcute, nu reușește să recupereze și să încaseze contravaloarea facturilor, se întoarce împotriva debitorului său pentru recuperarea prejudiciului. Acest tip de factoring se practică în cazul în care debitorii cedați sunt companii de talie mică, ce nu prezintă o certitudine la încasare. Este și ușor mai scump, întrucât riscul mai ridicat cere să fie remunerat.

Factoringul fără regres se acceptă de către finanțator în cazul în care debitorii cedați sunt companii de talie internațională, care vor plăti cu siguranță la termenul menționat în factură. Riscul asociat acestei tranzacții este scăzut, prin urmare costurile produsului sunt mai mici.

Debitorul cedat este notificat în scris de către Finanțator, ca element al contractului de cesiune facturi. Există companii care nu acceptă să primească astfel de notificări și atunci vor comunica de la început partenerilor de afaceri că nu le

acordă posibilitatea de a contracta factoring pe baza facturilor emise; în acest caz compania emitentă a facturilor nu va putea apela la factoring, existând pericolul de a pierde relația comercială dacă ar face acest lucru.

Factoringul are ca efect creșterea vitezei de rotație a creanțelor companiei, ceea ce va duce la scăderea drastică a NFR, soluționând practic nevoia de cash a clientului. De exemplu, dacă rotația curentă a creanțelor unei companii este la 2 luni, după contractarea unui Plafon revolving de factoring, rotația poate crește la 10 zile. Produsul de factoring poate fi acordat în combinație cu toate tipurile de finanțare capital de lucru prezentate mai sus, fiind un produs complementar. El necesită o anumită rigurozitate din partea clientului, de a prezenta facturile respective la bancă, sumele se acordă pe fiecare factură în parte etc., ceea ce îl face mai dificil de utilizat decât linia de credit.



Exemplu

Compania „**Exotic Fruits**”, importator și distribuitor de fructe exotice, înregistrează o Cifră de afaceri de 25 MEUR și un Profit Net de 0,4 MEUR. Compania este în continuă creștere, estimând un avans al Cifrei de afaceri în exercițiul financiar N+1, de +25%, ca urmare a încheierii unor contracte cu noi rețele de vânzare. Peste 75% din Cifra de afaceri a companiei este generată în relație cu mari rețele de hipermarket-uri – cu plata la 60 zile, diferența prin magazine de talie mică – cu plata fie cash, fie la 30 zile de la livrare. Compania beneficiază de o linie de credit în valoare de 3 MEUR, acordată pe 12 luni, cu reînnoire anuală. Garanțiile constituite la această linie sunt în marea lor majoritate compuse din stocuri și creanțe.

Solicitare: Majorarea liniei de credit la 4 MEUR, ca urmare a creșterii estimate a Cifrei de afaceri cu 25%. Garanțiile propuse sunt din aceeași categorie, compania neavând în patrimoniu alte active imobilizate exceptând vehiculele achiziționate în leasing.

Bilanțul companiei la sfârșitul exercițiului N arată succint astfel:

ACTIV		PASIV	
Active mobilizate	1 MEUR	Capitaluri Proprii	1 MEUR
Stocuri	2,1 MEUR	Leasing Financiar	0,8 MEUR
Creanțe	4 MEUR	Furnizori	1,8 MEUR
Disponibil	0	Linie Credit	3 MEUR
		Împrumut Asociat	0,5 MEUR
TOTAL ACTIV	7,1 MEUR	TOTAL PASIV	7,1 MEUR

Așa cum ne-am obișnuit deja, facem o scurtă analiză a situației curente. Ca un medic ce parcurge setul de analize complete ale pacientului, acest lucru ne va ajuta să înțelegem mai bine activitatea companiei și să identificăm eventuale anomalii. Vom adresa astfel și cele mai potrivite întrebări către managementul companiei, ceea ce e un plus comparativ cu competitorii noștri.

– Identificăm $NFR = \text{Stoc} + \text{Creanțe} - \text{Furnizori} = 4,3 \text{ MEUR}$; Fondul de Rulment = Capitaluri proprii + Leasing Financiar + Împrumut asociat (vom avea grijă să rămână în companie în anul următor) – Active Imobilizate = $+1,3 \text{ MEUR}$;

– Calculăm Trezoreria Netă a companiei: $TR = FR - NFR = +1,3 \text{ MEUR} - 4,3 \text{ MEUR} = -3 \text{ MEUR}$;

– Calculăm Cifra de afaceri lunară și rotațiile clienți, stocuri, furnizori. Cifra de afaceri lunară = $25 \text{ MEUR} / 12 = 2,08$; Rotația stocurilor = 1 lună; Rotația creanțelor = cca 2 luni; Rotația furnizorilor = cca 0,9 luni; ciclul de conversie a numerarului se situează în jurul a 2 luni. Linia de credit finanțează 1,5 luni de vânzări.

Concluzie: Linia de 3 MEUR (1,5 luni de cifră de afaceri) pare corect dimensionată pentru a finanța capitalul de lucru al societății; managementul companiei gestionează corect afacerea, asigurând și sursele proprii pentru susținerea activității (FR pozitiv); Rotațiile creanțelor sunt în linie cu contractele comerciale, ceea ce era de așteptat, în condițiile în care peste 75% dintre clienți sunt multinaționale, ce plătesc la termenul convenit. Stocurile sunt depozitate în medie pentru 1 lună într-un depozit frigorific închiriat (nu apare în active imobilizate, așa cum ați remarcat deja), iar furnizorii sunt plătiți o parte în avans (pentru obținerea de discount-uri mai mari), sau la maxim 45 zile.

Să analizăm acum solicitarea clientului; Va trebui pentru asta să construim un bilanț ipotetic pentru exercițiul financiar N+1, de unde va rezulta exact dimensiunea corectă a finanțării. De la bun început remarcăm poziția fragilă a finanțatorului vis-a-vis de această finanțare: deja au fost acordate 3 MEUR practic fără nicio garanție; nu cred că își închipuie cineva că se mai recuperează ceva din stocul de fructe în condițiile unui default, iar în cazul creanțelor cesionate, există întotdeauna riscul ca acestea să fie încasate, după care se declară insolvența. Așa cum am mai menționat în paginile anterioare, în cazurile de probleme financiare grave ale clientului, de obicei finanțatorul este ultimul care află, după furnizori, competitori și angajați. La momentul prezent, finanțarea bancară (inclusiv leasing) reprezintă cca 54% din bilanț, ceea ce e cam mult. În prezent, banca este mai îndreptățită să dețină compania și să ia decizii privind activitatea curentă, decât acționarii, care contribuie cu 1,5 MEUR (21% din Bilanț).

Prin urmare, decidem că, în cazul în care vom acorda o finanțare nouă, o vom acorda prin **Factoring fără regres**, pe baza facturilor încheiate cu principalele rețele de hipermarket-uri.

Ipotezele considerate pentru construirea bilanțului previzionat N+1:

– Întrucât creșterea CA cu 25% se bazează exclusiv pe extinderea distribuției către rețelele de hipermarket-uri, putem lua în calcul o rotație viitoare a creanțelor tot la 2 luni/60 zile; Nu avem motive să schimbăm nici rotațiile stocurilor (1 lună) și furnizorilor (1 lună). Prin urmare, ciclul de conversie a numerarului va rămâne neschimbat, la 2 luni de vânzări. Aplicat la viitoarea Cifra de afaceri, de 30 MEUR, rezultă un NFR de 5 MEUR ($30 \text{ MEUR} / 12 \times 2 \text{ luni}$);

– Valoarea stocului va fi de 2,5 MEUR ($30 \text{ MEUR} / 12 \times 1$); Valoarea creanțelor va fi de 5 MEUR ($30 \text{ MEUR} / 12 \times 2$); valoarea furnizorilor neplătiți va fi de 2,5 MEUR ($30 \text{ MEUR} / 12 \times 1$);

– Vom pune condiție de aprobare în contract cu privire la interdicția de retragere a împrumutului asociat în următoarele 12 luni, întrucât acest lucru ne va afecta Trezoreria netă a companiei. Activele imobilizate (vehicule) se vor deprecia cu 0,2 MEUR, în linie cu scăderea soldului la leasing, ce a fost contractat pe 5 ani;

– Capitalurile proprii rămân neschimbate, întrucât vom permite acționarilor să retragă dividendele în exercițiul N, în N+1 constituindu-se un profit net de o valoare similară.

Să construim bilanțul previzionat N+1:

ACTIV (N+1)		PASIV (N+1)	
Active mobilizate	0,8 MEUR	Capitaluri Proprii	1 MEUR
Stocuri	2,5 MEUR	Leasing Financiar	0,6 MEUR
Creanțe	5 MEUR	Furnizori	2,5 MEUR
Disponibil	0	Linie Credit	3 MEUR
		Factoring fără regres	0,7 MEUR
		Împrumut Asociat	0,5 MEUR
TOTAL ACTIV	8,3 MEUR	TOTAL PASIV	8,3 MEUR

Concluzia analizei:

Compania este eligibilă pentru acordarea unui Plafon de factoring în valoare de 0,7 MEUR (1 MEUR solicitat inițial), valabilitate 12 luni, similar cu valabilitatea liniei de credit.

Condiții de aprobare:

1. Pe întreaga perioadă de valabilitate, împrumutul asociat va fi subordonat facilităților de credit (ceea ce înseamnă că clientul va putea retrage împrumutul doar dacă rambursează toate facilitățile de credit). Orice încălcare a acestei clauze duce la declararea scadenței anticipate a creditelor;

2. Clientul își va rula întreaga cifră de afaceri prin conturile Finanțatorului (da, rulajul, respectiv încasările și plățile sunt o sursă de venit pentru finanțator, întrucât aproape toate operațiunile sunt purtătoare de comisioane; însă în acest caz, neavând garanții reale la linia de credit, se impune mai mult ca oricând controlul rulajului, întrucât creanțele și încasările sunt de facto singura garanție pentru cele 3 MEUR acordate);

3. Retragerile de dividende se vor face cu acordul Finanțatorului și nu vor depăși valoarea Profitului net aferent anului în curs.

Paranteză

În practică, după comunicarea către client a deciziei de mai sus, se va ivi imediat o bancă concurentă care va acorda finanțarea exact cum a fost solicitată de client, respectiv linie de credit de 1 MEUR. În paralel, respectiva bancă se va oferi cu condescendență să preia toate angajamentele de credit de la actualul finanțator, care pare că nu înțelege nevoile de dezvoltare ale companiei. Aceasta este viața reală, iar un bun director credite trebuie să fi trecut mai întâi prin vânzări, pentru a dobândi o înțelegere deplină a activității bancare.

4.2. Creditele pe termen mediu și lung**4.2.1. Creditul de investiții**

Creditul de investiții reprezintă forma cea mai răspândită de finanțare pe termen mediu și lung, având o utilizare universală. Tocmai caracterul său universal îl face să intre în conflict cu produse specializate, cum ar fi leasingul financiar, ambele produse putând servi aceluiași scop, însă pe căi diferite.

Acest produs este folosit la finanțarea proiectelor de investiții ale companiilor, indiferent de natura lor, fiind acordat pe perioade de până la 10 ani, de regulă. Ca și garanție solicitată pentru acordare, obligatoriu se pune ipotecă pe obiectul finanțat; doar în situația puțin probabilă în care acea garanție nu este suficientă, se apelează la un coș de garanții în care intră și alte garanții reale. **Garanția trebuie să aibă o durată normată de viață cel puțin egală cu durata de valabilitate a creditului.**

La acordarea unui credit de investiții, elementul principal al analizei nu îl constituie activitatea curentă a companiei, ci planul de afaceri, rentabilitatea proiectului finanțat. Niciun Finanțator rațional nu va acorda un credit de investiții dacă acel proiect va genera pierderi potențiale pentru companie.

După ce se determina profitabilitatea proiectului și capacitatea acestuia de a genera suficient Cash-Flow pentru rambursarea creditului în bune condiții, se impune și o analiză a întregii companii, construindu-se un Cash-Flow al companiei pe o perioadă de 3-5 ani, cu estimarea principalilor indicatori de Cont de Profit și pierdere.

Indicatorul principal luat în calcul după construirea cash-flow-ului (CF) este:

DSCR (Debt Service Credit Ratio) = (Profit Net + cheltuieli cu amortizarea + cheltuieli cu dobânda la creditele pe termen mediu și lung) / (Serviciul datoriei la creditele pe termen mediu și lung + dobânda la creditele pe termen mediu și lung);

Simplificat:

DSCR = (Pnet + Amortizare + dobânda Tm&L) / (Serviciul Datoriei + dobânda TM&L)

Dacă **DSCR <1**, atât pe proiect, cât și la nivelul întregii companii, proiectul nu este sustenabil, iar creditul este cel mai probabil respins;

Dacă **DSCR este >=1, însă <=1,2**, proiectul este **sensibil**, în sensul în care orice schimbări nefavorabile în mediul economic (recesiune) sau în industria în care compania activează, vor determina intrarea în incapacitate de plată a companiei; finanțarea prezintă niște riscuri substanțiale, și este la latitudinea Comitetului de credit să ia o decizie favorabilă sau nu.

Dacă **DSCR >1,2** proiectul este destul de solid pentru a fi aprobat cu ușurință de Comitetul de credit.

Întotdeauna analistul financiar realizează și o **analiză de sensibilitate** a proiectului de investiții, pe baza unui scenariu pesimist, în scopul determinării

rezistenței la evoluții nefavorabile. Există mai multe metode de a testa sensibilitatea unui proiect:

- Se consideră că proiectul va genera doar 80% din vânzările estimate;
sau
- Se consideră că profitabilitatea proiectului este mai scăzută decât ceea ce s-a previzionat;
sau
- Se consideră că realizarea proiectului va întârzia cu 6-12 luni, ceea ce va necesita ca firma să suporte costurile finanțării din alte surse.

Întotdeauna se testează doar una din aceste ipoteze, care este cea mai probabilă a se întâmpla. Am cunoscut și analiști care din prea mult zel aplică toate aceste ipoteze simultan... rezultatul fiind invariabil același: DSCR subunitar, proiect neprofitabil, solicitare de credit respinsă. Această abordare este complet greșită și lașă, întrucât nu există proiect de investiții care să reziste la ipoteza că tot ce mergea prost se și întâmplă, simultan. Însă este o metodă de a pasa răspunderea deciziei dinspre analist către Comitetul de credit, care vor trebui să aprobe proiectul în ciuda recomandării negative a analistului; însă dacă și membrii Comitetului de credit sunt oameni slab pregătiți, ajunși în acele funcții prin anumite conjuncturi favorabile, atunci proiectele vor fi respinse pe bandă, afectând imaginea instituției în piață și marcând declinul acesteia. În interiorul instituției, această incompetență va fi denumită pompos, „politica de control strict al riscurilor”. Invariabil, după 4-5 ani de conducere incompetentă, în care societatea va pierde masiv cota de piață și profit, se va anunța un reviriment, o nouă abordare comercială, iar întregul eșalon de conducere va fi concediat. Așa funcționează corporațiile, din păcate.

Costul creditului de investiții (dobânda practică de finanțator) crește concomitent cu durata acestuia, întrucât și Finanțatorul la rândul său își procură resursele necesare mai scump.

Ca produs standard, proiectele de investiții se finanțează astfel:

- 25% surse proprii ale investitorului;
- 75% credit investiții.

În practică însă, sursă proprie poate scădea și până la 5-10% dacă în spatele unei astfel de investiții există o companie foarte puternică, cu un rating financiar bun, iar proiectul este estimat a fi unul foarte oportun și profitabil. Și aceste credite sunt aprobate.

Sunt însă și situații (majoritatea) în care compania solicită o sursă proprie de doar 5-10%, întrucât **nu deține resursele necesare** pentru a contribui cu mai mult. Din păcate, puține sunt proiectele de investiții care să fie suficient de profitabile începând cu primul an de funcționare, încât să permită rambursarea în bune condiții a unui credit a cărui valoare este aproape egală cu întreaga valoare a investiției. Acesta este un aspect al problemei. Celălalt aspect se referă la implicarea investitorului în proiect. Dacă acesta riscă doar 5-10%, iar Finanțatorul 90-95%, vă asigur că pe toată perioada investiției investitorul va gândi și va afirma în cercuri restrânse că „în situația în care nu va merge treaba, asta e, ce-am avut și ce-am pierdut!”. Și implicarea în managementul post-finalizare investiție rămâne la fel de redusă.

Dacă însă contribuția proprie este de 25-30%, acesta simte că pierde o sumă importantă de bani și va face tot posibilul ca investiția să fie un succes.

Există și cazuri în care investiția începe să genereze vânzări și implicit profituri treptat, după 6 luni până la 2 ani. Creditul de investiții va fi acordat pentru aceste cazuri cu o **perioadă de grație** corespunzătoare duratei de timp necesare proiectului pentru a-și depăși pragul de rentabilitate.



Exemplu

Compania hotelieră „**Best Eastern**”, ce deține în administrare 2 hoteluri, de 2 și respectiv 4 stele, într-o stațiune pe litoral, dorește să investească în construcția unui hotel de 4 stele, conform datelor de mai jos.

Compania deține în proprietate terenul pe care se va construi clădirea, acesta având suprafața de 1.300 mp, cu deschidere la plajă. Terenul are toate avizele necesare, inclusiv Autorizația de construcție. Prețul/mp al terenurilor în zonă este evaluat la 1.000 EUR/mp, ceea ce generează o valoare total a terenului de 1.300.000 EUR.

Investiția are următoarele date tehnice/ ipoteze:

1. Hotelul va primi rating 4*, va avea 6 etaje, respectiv 200 camere, 12 apartamente și 1 Royal Suite; va avea 2 restaurante 'A la Carte' (unul cu specific internațional, celălalt asiatic;

2. După analizarea mai multor oferte de construcție, compania a desemnat un constructor cu experiență în domeniu, oferta fiind de 700 EUR/mp construit la stadiul final, inclusiv finisaje. Suprafața desfășurată a hotelului este de 1.000 mp construiți per etaj, respectiv 6.000 mp în total.

3. Costurile detaliate ale proiectului sunt următoarele:

- Costul construcției clădirii: $6.000 \text{ mp} \times 700 \text{ EUR/mp} = 4.200.000 \text{ EUR}$;
- Dotările recepție, restaurante și bucătărie: 400.000 EUR ;
- Dotări camere cu mobilier & obiecte sanitare: $4.500 \text{ EUR/cameră} \times 213 \text{ camere} = \text{cca } 1.000.000 \text{ EUR}$;
- Cheltuieli cu amenajare terasă și plajă: 300.000 EUR .

TOTAL DEVIZ: 5.900.000 EUR + TVA.

4. Durata estimată a construcției: 18 luni (se ține cont și de faptul că în plin sezon lucrările de construcții sunt interzise, pentru a nu deranja turiștii);

5. Pentru bună desfășurare a activității, compania solicită și o linie de credit de 300.000 EUR destinată finanțării activității curente a hotelului, pentru a nu exista sincope în cash-flow.

Plan de afaceri prezentat de către Client pentru acest proiect:

A) Sursă proprie proiect: 20% din valoarea totală a devizului, respectiv: $1.180.000 \text{ EUR}$.

B) Credit de investiții solicitat: $4.720.000 \text{ EUR}$ (80%), pe o perioadă de 7 ani, din care 2 ani grație la rambursare principal), dobândă fixă 4%;

C) Ipoteze privind veniturile:

- Preț/cameră dublă/noapte: 120 EUR în sezon, 70 EUR extra-sezon, în regim demi-pensiune (mic dejun, cină);
- Sezonul acoperă lunile iunie (15 zile), iulie, august, septembrie (15 zile) – 90 zile în total pe an;
- În sezon, gradul de ocupare este estimat la 90% în medie, în extra-sezon la 30% în medie;
- Hotelul organizează și evenimente (nunți, botezuri, aniversări, team-building etc.); sunt estimate venituri de cca 300.000 EUR/an (30 evenimente $\times$ 10 KEUR/eventiment).

Pornind de la aceste ipoteze, calculăm **Venitul anual generat** de această investiție:

- Venituri din închiriere camere în sezon: $213 \text{ camere} \times 120 \text{ EUR} \times 90 \text{ zile} \times 90\% \text{ (grad ocupare)} = 2.070.360 \text{ EUR}$;
- Venituri din închiriere camere extra-sezon: $213 \text{ camere} \times 70 \text{ EUR} \times 270 \text{ zile} \times 30\% \text{ (grad de ocupare)} = 1.207.710 \text{ EUR}$;
- Alte venituri: 300.000 EUR (evenimente) + 150.000 EUR (restaurant) + 60.000 EUR (alte servicii) = 510.000 EUR

TOTAL VENITURI ANUALE = cca 3.800.000 EUR/an.

D) Ipoteze privind cheltuielile:

– Cheltuieli cu amortizarea clădirii: cca 200.000 EUR/an (mergând pe ipoteza unui plan de amortizare pe 30 ani a clădirii ce a costat 5,9 MEUR); terenul nu se amortizează;

– Cheltuieli din exploatare: 2.280.000 EUR/an.

1. EBITDA Proiect: 1.520.000 EUR/an, respectiv 40% din Cifra de afaceri proiect;

2. Cheltuieli cu dobânda: 189.000 EUR în primii 2 ani (maximul estimat), urmat de o scădere progresivă pe măsura rambursării creditului;

3. Alte cheltuieli (cu diferențe negative de curs, excepționale etc.): 100.000 EUR/an;

4. Profit net estimat: cca 1.000.000 EUR/an

Pe o perioadă de 7 ani (durata creditului), veniturile anuale sunt estimate a evolua astfel: zero venituri în primii 2 ani (perioada de construcție a clădirii), 100% din venitul estimat în anul 3, 110% în anul 4, 120% în anul 5, după care veniturile se plafonează la aceeași valoare în anii 6 și 7. Cheltuielile totale urmează același trend, astfel încât EBITDA (%) rămâne în permanență aceeași, respectiv 40%; creșterile de venituri se datorează creșterii estimate normale a prețurilor pentru următoarea perioadă, fiind vorba de o economie emergentă. Din motive prudențiale, s-a estimat că și cheltuielile urmează același trend, dominante fiind creșterile cheltuielilor cu salariile și serviciile.

Construim mai jos Cash-Flow-ul pe 7 ani al proiectului, exprimat în mii EUR:

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7
Cifra afaceri	0	0	3.800	4.180	4.560	4.560	4.560
Cheltuieli exploatare	0	200	2.280	2.508	2.736	2.736	2.736
EBITDA	0	-200	1.520	1.672	1.824	1.824	1.824
EBITDA (%)			40%	40%	40%	40%	40%
Cheltuieli cu amortizarea	0	0	200	200	200	200	200
Alte cheltuieli	0	0	100	100	100	100	100
Cheltuieli cu dobânda	70	190	160	110	85	45	10
Profit Net	-70	-390	1.060	1.262	1.439	1.479	1.514
Gross Cash Flow (GCF)	-70	-390	1.260	1.462	1.639	1.679	1.714
Gross CF cumulat	-70	-460	800	2.262	3.901	5.580	7.294

GCF (Gross Cash Flow) = Profit Net + cheltuieli cu amortizarea, reprezentând sursa de rambursare a proiectului.

Observați că proiectul este foarte profitabil, în estimarea companiei; pragul de rentabilitate este atins încă din primul an de funcționare, proiectul generând un GCF cumulat de peste 7 MEUR în primii 5 ani de funcționare efectivă. Remarcăm totuși că primii 2 ani, cei în care clădirea este în construcție, necesită susținere financiară din partea companiei, în afară sursei proprii asumate, de 20%; compania trebuie să contribuie cu cash în valoare de minim 530.000 EUR pentru a susține plata dobânzilor și a altor cheltuieli de exploatare.

Pentru a estima capacitatea proiectului de a genera suficient cash flow pentru a onora în bune condiții serviciul datoriei la creditul de investiții, calculăm indicatorul Debt Service Credit Ratio (DSCR), după formula cunoscută:

$$\text{DSCR} = (\text{Pnet} + \text{Amortizare} + \text{dobândă}) / (\text{Serviciul datoriei} + \text{dobândă});$$

000 EUR

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7
Gross Cash Flow (GCF)	-70	-390	1.260	1.462	1.639	1.679	1.714
Intrări Cash (credit)	2.360	2.360					
Sursă proprie	660	980					
Cheltuieli cu investiția	2.950	2.950					
Gross CF Investiție	0	0	1.260	1.462	1.639	1.679	1.714
Rambursare credit	0	0	950	950	950	950	950
PN+A+Dob			1.420	1.572	1.724	1.724	1.724
Serv Dat+ Dob			1.110	1.060	1.035	995	960
DSCR			1,28	1,48	1,66	1,73	1,8

Observăm că proiectul este fezabil, DSCR înregistrând valori supraunitare substanțiale pe întreaga perioadă de finanțare.

În scopul identificării rezistenței proiectului la șoc (schimbări neașteptate în piață), facem și o **analiză de senzitivitate** a acestui C-F; putem considera diferite schimbări nefavorabile față de estimările inițiale:

- Scăderea veniturilor, ca urmare a unui grad de ocupare scăzut, preț pe cameră mai mic etc.;
- Creșterea cheltuielilor, ca urmare a creșterii bruște a salariilor în piață;
- Depășirea devizului inițial al proiectului, ca urmare a scumpirii materialelor de construcții etc.

Pentru exemplul nostru, vom folosi scăderea EBITDA de la 40% la 30%, pornind de la ideea că o scădere a profitabilității generale a proiectului surprinde cel mai bine schimbările nefavorabile, indiferent de natura lor.

000 EUR

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7
EBITDA	0	-200	1.140	1.254	1.368	1.368	1.368
EBITDA (%)			30%	30%	30%	30%	30%
Alte cheltuieli			100	100	100	100	100
PN+A+Dob			1.040	1.154	1.268	1.268	1.268
Serv Dat+ Dob			1.110	1.060	1.035	995	960
DSCR			0,94	1,09	1,22	1,27	1,32

Observăm că în primul an de funcționare (respectiv anul 3 de la momentul demarării investiției) proiectul este în pericol de a nu genera suficient cash pentru rambursarea creditului de investiții. Ulterior acestui moment, DSCR înregistrează valori bune.

În acest moment există 2 soluții:

- Fie se consideră că - chiar și în condiții de sensibilitate - compania are suficiente resurse pentru a susține proiectul în primii 3 ani; în aceste condiții se merge spre redactarea scrisorii de aprobare;

- Fie se consideră că proiectul este mult prea la limită în primii 3 ani, cea ce face investiția riscantă; soluția în acest caz este de creștere a surse proprii a clientului și implicit de reducere a valorii creditului. De exemplu, am putea merge pe o variantă de 25% sursă proprie și 75% credit bancar. Cu siguranță, indicatorul DSCR în studiul de sensibilitate se va îmbunătăți ușor, toate valorile devenind pozitive.

Analizăm în acest moment și solicitarea de acordare a liniei de credit de 300.000 EUR pe o perioadă de 12 luni; avem următoarele ipoteze de lucru:

- Rotație creanțe: zero (clienții plătesc cash închirierea camerei și serviciile masă); Rotație furnizori 15 zile în medie (unii se plătesc cash, alții la 30 zile);

Rotație stoc de materii prime/mărfuri: 15 zile; calculăm NFR: $0+15-15 = 0$; calculăm FR proiect: Capitaluri proprii (sursă proprie proiect) + Credit investiții - Valoare deviz hotel = 0;

- Rezultă o Trezorerie Netă egală cu zero, ceea ce înseamnă că proiectul în sine nu are nevoie de capital de lucru;

- Solicitarea de acordare Linie de credit se respinge; dacă ar fi acordată, cu siguranță ar fi folosită în alte scopuri, pentru multiplele decorațiuni, tacâmuri, ornamente ce fac parte din business-ul hotelier, dar care nu sunt prinse de obicei în niciun deviz.

Redactăm aprobarea:

Se aprobă Credit de investiții în valoare de 4.720.000 EUR, cu o valabilitate de 7 ani din care 2 ani grație la principal; dobânda 4%/an aplicată la soldul creditului. Rambursarea se face în rate lunare inegale, respectând sezonabilitatea puternică a afacerii;

Condiții de aprobare:

- Profitul net generat de proiect în următorii 7 ani se capitalizează în companie pentru susținerea plății serviciului datoriei față de bancă;

- Sursă proprie a clientului (incluzând aici suma necesară susținerii proiectului în primii 2 ani, respectiv dobânda) se va depune în cont încă de la început, ca dovadă că există resursele finanțării cu succes a investiției. Compania va cheltui mai întâi sursă proprie, creditul fiind utilizat numai după epuizarea integrală a acesteia;

- Banca va institui ipoteca asupra terenului și construcției viitoare (ameliorațiuni), cu înscriere în Autorizația de construcție; după finalizarea investiției și intabularea clădirii, ipoteca se va extinde la teren+clădire.

Observație: Bineînțeles, toate calculele de mai sus fac sens în condițiile în care activitatea curentă a companiei, situația ei financiară, are o influență pozitivă sau cel puțin neutră asupra investiției. În cazul în care activitatea curentă este foarte slabă, compania nerealizând nici pe departe performanțele asumate prin noul proiect (prin intermediul celor 2 hoteluri în funcțiune), proiectul se respinge din start.

4.2.2. Leasingul financiar

Leasingul financiar se aseamănă ca și produs cu creditul de investiții, având totuși o mare diferență: pe toată durata finanțării, Finanțatorul este proprietar al

activului finanțat. În calitate de proprietar, finanțatorul este mult mai sigur de poziția sa în raport cu debitorul, ceea ce face ca acest produs să fie acordat cu mai multă ușurință de către departamentele de analiză.

Cu toate că atunci când menționăm produsul de leasing imediat ne gândim la finanțările de vehicule, acest produs se folosește la finanțarea unei game foarte largi de active, cum ar fi: clădiri, echipamente, autoturisme, utilaje construcții, camioane etc.;

Activele ce fac obiectul unei finanțări în leasing trebuie să îndeplinească minim următoarele caracteristici:

1. Să fie active tangibile, reale, materiale, cu o durată lungă de utilizare;
2. Să fie relativ lichide pe piață, respectiv să poată fi vândute pe piața de second-hand;
3. Să aibă o curbă de depreciere a prețului determinabilă de la bun început, astfel încât finanțatorul să poată estima în permanență poziția sa de risc.

Prin leasing financiar se finanțează/refinanțează produse finite, active finalizate, cu o valoare certă și determinabilă pe piață. Prin leasing financiar nu se pot dezvolta produse, nu se pot construi clădiri (acest lucru se poate face însă prin credit de investiții), însă se pot refinanța clădirile finalizate etc.

Paranteză:

Acest produs este oferit de obicei de către o firmă specializată. Venitul acestor companii este constituit strict din dobânda și comisioanele încasate ca urmare a respectivelor finanțări, completate de eventuale venituri rezultate din buna gestionare a parcului de active recuperate. Aceste firme nu au venituri din operațiuni curente pe cont, schimb valutar, emiteri de carduri etc., care îmbunătățesc semnificativ veniturile unei bănci clasice. Presiunile asupra marjelor resimțite în ultimii 4-5 ani, în special după criza din 2009, au avut urmări asupra paletelor de oferte pe care aceste firme specializate le oferă. Astfel, în gama de produse regăsim astăzi, pe lângă leasing financiar și eventual operațional, și credit de investiții și finanțarea de active imateriale, cum ar fi software-ul. În special ultima categorie, respectiv finanțarea de software, prezintă riscuri majore, întrucât tranzacția nu este securizată de valoarea activului din spate. În caz de default, valoarea softului este zero. Pentru a putea desfășura totuși acest tip de activitate (unele firme de leasing finanțează sute de milioane de EURO pe an în software), a fost denaturat produsul inițial de leasing, transformându-se într-o cesiune de creanță asupra unui debitor, respectiv utilizatorul produsului de software. Bătălia se dă acum pentru crearea de produse de finanțare destinate tehnologiilor cloud, întrucât se crede că vânzările în acest

domeniu vor exploda în anii următori. Observați ce diferență este între percepția noastră legată de leasing, respectiv finanțarea de autoturisme, și complexitatea acestei activități în practică.

Într-o relație de leasing întâlnim **minim 3 părți** implicate:

- **Finanțatorul**, cel care achiziționează activul și îl pune la dispoziție Utilizatorului, cu plata în rate, de-a lungul unei perioade agreeate în comun;
- **Utilizatorul**, respectiv cel care își dorește un activ, însă cu plata în rate lunare/trimestriale/anuale;
- **Vânzătorul**, respectiv compania ce vinde Activul dorit de Utilizator; în anumite situații, acesta poate agreea să sprijine Finanțatorul în recuperarea, remarketarea și revânzarea activului respectiv, în caz de default al Utilizatorului.

Între aceste 3 părți se formează o relație dinamică de încredere și respect reciproc, întrucât produsul de leasing are ca element distinct **viteza de aprobare**, implicit relația și istoricul de colaborare între Finanțator și Vânzător, respectiv Finanțator și Utilizator.

Astăzi, pentru finanțarea unui activ de complexitate redusă, cum ar fi de exemplu un vehicul, dosarul de leasing poate fi aprobat, contractul semnat și plata făcută în aceeași zi. Practic, un client care își alege o mașină la dealer în cursul dimineții, poate să plece cu ea acasă după-amiaza, cu toate că nu dispune decât de 5-10% din prețul acesteia. Această viteză prin care firmele de leasing încearcă să se distingă și diferențieze de băncile tradiționale introduce riscuri operaționale, ce trebuie ținute în permanență sub control. Cele mai cunoscute forme de fraudare a firmelor de leasing s-au realizat în momentul în care Vânzătorul și Utilizatorul s-au înțeles împreună pentru a realiza fraudă.

Exemplu

O companie, ce desfășoară o activitate decentă, din punct de vedere al situațiilor financiare, întâmpină recent mari probleme de cash-flow urmare a pierderii unor clienți. Dacă nu găsește relativ repede o soluție, în maxim 2 luni va trebui să își anunțe insolvența. Știe deja că nicio bancă nu îi mai acordă credit. În disperare de cauză, convinge o altă firmă să îi vândă fictiv un activ, de exemplu o macara, în valoare de 400.000 EUR. Din banii rezultați, firma respectivă își va opri un comision de 100.000 EUR, pentru participare la fraudă. Pregătește un dosar de leasing în care își atașează bilanțul și balanțele aferente pe ultimii 3 ani (care arată onorabil), atașând și factura unei macarale aproape noi vândută de compania cu care s-a înțeles, în valoare de 400.000 EUR+TVA.

Compania de leasing tratează cererea **pe scoring**, ceea ce înseamnă analiza solicitării printr-un program de calcul automatizat, pe baza datelor financiare din ultimele 3 bilanțuri. Solicitarea este aprobată cu un avans din partea Clientului de 15% și o durată de 5 ani. Clientul/Utilizatorul plătește acest avans, după care prezintă firmei de leasing un proces-verbal de predare-primire a macaralei semnat împreună cu vânzătorul. Nebănuind nimic, firma de leasing plătește Vânzătorului suma de 400.000 EUR+TVA. Banii rezultați sunt împărțiți între infractori. O vreme, Utilizatorul plătește ratele lunare (chiar din banii obținuți fraudulos), după care își anunță insolvența. Compania de leasing vine să-și recupereze macaraua, în vederea revânzării pe piață însă – surpriză – nu este nimic de recuperat.



Desigur, pentru a evita astfel de situații se recomandă prezența reprezentantului firmei de leasing la livrarea fiecărui activ, însă în practică acest lucru nu este posibil: sunt zeci de tranzacții de leasing în fiecare zi într-o firmă de talie medie, acoperind întregul teritoriu al țării, ceea ce face imposibilă deplasarea echipei de vânzări; de obicei, prezența reprezentanților de vânzări are loc cu ocazia livrărilor de echipamente/imobile de valori mari, ce necesită instalare și punere în funcțiune.

Tocmai din acest motiv, respectiv creșterea securității tranzacției, dar și diminuarea riscurilor operaționale potențiale, în ultimii 20 ani, firmele de leasing s-au orientat către dezvoltarea de relații/parteneriate pe termen lung cu Importatorii/Vânzătorii de vehicule/echipamente. Este o formă de parteneriat din care ambele părți au de câștigat („Win-Win situation”):

- **Finanțatorul** știe că activele finanțate de la Vânzătorul cu care este în relație de parteneriat sunt de calitate, au garanție și sunt exact așa cum sunt descrise în factură; de asemenea, un astfel de parteneriat îl poate sprijini pe finanțator cu recuperarea și remarketarea activelor rezultate din contracte în default;

- **Vânzătorul** își poate crește substanțial vânzările, întrucât beneficiază de o soluție de finanțare rapidă și dedicată cu care poate atrage clienți ce dețin doar o fracțiune din prețul afișat al activului. Totodată, pârghia pe care folosi asupra Finanțatorului-Partener este mult mai puternică decât dacă s-ar adresa unor finanțatori oarecare; astfel, în cazul în care o tranzacție este refuzată de Finanțator, întrucât contrapartida este de calitate slabă, Vânzătorul poate forța aprobarea, respectiv vânzarea produsului său, amenințând partenerul că va întrerupe contractul, mergând către alt finanțator. Da, nu este întotdeauna etic, însă un parteneriat corect construit poate avea rezultate excepționale pentru ambele părți, cu un procent minim de contracte în default, respectiv bunuri recuperate.

Analiza financiară a solicitărilor de leasing financiar este similară cu cea de la creditul de investiții, cu mențiunea că, pe lângă analiza datelor financiare și a cash-flow-ului proiectului, **se face întotdeauna și o analiză a curbei de depreciere a prețului activului finanțat**, respectiv a riscului indus de acesta în portofoliul firmei de leasing. Astfel, decizia de finanțare stă întotdeauna pe 2 piloni:

- **Riscul de contrapartidă**, respectiv capacitatea companiei finanțate de a rambursa în bune condiții contractul de leasing;

- **Riscul tehnic**, respectiv analiza curbei de depreciere a valorii activului comparativ cu soldul leasingului la un moment dat.

Astfel, pot exista situații în care firma de leasing finanțează un activ de nișă (de exemplu: linie de produs cuie din metal), foarte greu de vândut în piață de second hand, ca urmare a faptului că din analiză rezultă un risc de contrapartidă excepțional de bun, compania căreia i se acordă finanțarea arată foarte bine din punct de vedere financiar. Pot exista și situații în care – deși firma ce solicită finanțarea arată slab – se aprobă totuși finanțarea deoarece activul se poate vinde ușor pe piață, iar clientul plătește un avans considerabil. Exemplul consacrat este cel de finanțare a unui autoturism cu avans 40-50%.



Exemplu

Compania „**Marcela's Sweets**”, înființată în urmă cu **3 luni**, solicită finanțarea a 2 autoturisme Renault destinate livrărilor de produse cofetărie la domiciliul clienților.

Valoare autoturisme: 20.000 EUR+TVA;

Avans plătit: 40%;

Durata de finanțare: 3 ani;

Valoare Reziduală: 1%.

Cifra de afaceri a companiei este de 5.000 EUR, în primele 3 luni, compania raportând o pierdere de 500 EUR. Cu aceste cifre, compania nu poate discuta cu nicio bancă tradițională, întrucât ar fi refuzată pe loc. Totuși, compania simte că este în creștere și că dezvoltarea afacerii prin livrări la domiciliu are sens.

Analistul financiar al firmei de leasing nu are ce analiză să facă din punct de vedere al riscului de contrapartidă... compania este un start-up, fără istoric, doar cu o prognoză și un buget ce se poate sau nu realiza.

Analizează atunci curbă de depreciere pentru acest tip de vehicul; caută vehiculul în **catalogul de risc tehnic al firmei** și realizează următorul tabel:

	Sold Leasing	Valoare piața vehicul	Diferență (+/-)
An 1	12.000 EUR	16.000 EUR	+4.000 EUR
An 2	8.000 EUR	13.000 EUR	+5.000 EUR
An 3	4.000	10.000 EUR	+6.000 EUR

Se observă că în permanență, societatea de leasing este acoperită la riscul de default, întrucât după recuperarea și revânzarea bunului – ca urmare a unui eventual default al clientului – finanțatorul câștigă sume de bani importante, cu marje confortabile.

Pentru a se realiza prognozele respective, bineînțeles că activul trebuie recuperat în bune condiții, în stare foarte bună, ce nu necesită cheltuieli suplimentare cu reparația. Pentru aceasta, în toate contractele de leasing este obligatorie asigurarea activului la toate riscurile, plus limite anuale de kilometri parcurși sau ore de funcționare. Este de la sine înțeles că un vehicul recuperat după numai 1 an cu 150.000 Km parcurși este mai puțin valoros pe piața decât unul recuperat după aceeași perioadă cu doar 20.000 km rulați.

O altă preconcepție eronată legată de leasingul financiar o reprezintă impresia că odată predat bunul, nu mai există nicio obligație din partea Utilizatorului; fiind asimilat unui serviciu, similar cu cel de telefonie sau asigurare, leasingul este înțeles uneori greșit, considerându-se că odată încetate plățile, încetează și serviciul, răspunderea limitându-se la ultima rată plătită. În realitate nu este deloc așa. De

cele mai multe ori Finanțatorul nu își acoperă prin revânzarea activului pierderile rezultate ca urmare a declarării default-ului contractului de leasing și merge în instanță împotriva debitorului pentru a recupera diferența.

De ce se întâmplă asta, ați putea întreba? De ce finanțatorul nu este capabil să își acopere soldul neplătit prin revânzarea activului restituit în bune condiții? Răspunsul este simplu: tranzacțiile de leasing se fac în marea lor majoritate cu un avans minim de 0%, 5%, 10% din valoarea activului finanțat. Or, dacă un autoturism își pierde 25-30% din valoare atunci când iese pe poarta dealerului, iar pentru un echipament situația este și mai gravă, vă închipuiți ce diferență apare în cazul unui default, în condițiile în care clientul a plătit un avans minim. De ce se aprobă asemenea tranzacții? Datorită concurenței atroce ce există pe piața de leasing; dacă o firmă dorește să judece corect o tranzacție și solicită un avans minim de 20%, există imediat alte 3 firme (unele aparținând importatorilor de mașini, captive) dispuse să aprobe tranzacția cu 5% avans.

Cert este că în cazul unui default în care finanțatorul nu își recuperează în totalitate prejudiciul din vânzarea efectivă a activului finanțat, acesta se poate îndrepta legal împotriva Utilizatorului până la recuperarea întregului prejudiciu. Acest mecanism reprezintă o garanție suplimentară pentru Finanțator, pe lângă proprietatea activului în sine, ceea ce determină ca acest produs să se acorde foarte rapid pe piață, cu mult mai rapid decât un credit bancar clasic.

Exemplu

Compania „On Print” este unul din liderii naționali în tipărire industrială, cu focus pe industria alimentară. Cifra de afaceri a companiei în ultimul exercițiu financiar este de 12 MEUR, cu un Profit net de 300 KEUR. Compania deține în proprietate sau achiziționate prin credit de investiții bancar utilaje de tipărire pe hârtie sau folie plastic în valoare netă de 2,5 MEUR. Acestea asigură tipărirea a 20.000 etichete alimentare pe zi.

Desfacerea este asigurată, peste 95% din clienți fiind producători mulți-naționali din domeniul alimentar. Dependenta de aceste companii se resimte însă în preț, competiția pentru câștigarea contractelor fiind acerbă iar marjele în scădere. Astfel, dacă în urmă cu 3 ani de zile compania reușea un EBITDA de 10%, astăzi cu greu EBITDA trece de 6,5% și este în scădere.

Capacitatea de producție a companiei este folosită la limita superioară, compania lucrând în 3 schimburi, inclusiv sâmbăta – ceea ce induce plata de sporuri la salarii pentru lucru în weekend.

Managerii companiei decid că singura soluție pentru creșterea profitabilității companiei în condițiile date, o reprezintă creșterea și diversificarea producției prin achiziționarea unui utilaj de ultimă generație.

Caracteristicile echipamentului:

Prețul de achiziție: 2 MEUR; echipament nou;

Utilajul poate tipări 7.000 etichete alimentare/zi, lucrând la 80% din capacitate; de asemenea, utilajul poate folosi cerneluri pe bază de apă, mai ieftine, inducând o economie de 100.000 EUR/an la cheltuieli; Utilajul lucrează în regim semi-automat, având nevoie doar de un tehnician care să îl supervizeze pentru încărcarea cu vopseluri și suport de imprimat. Prin contrast, celelalte 5 echipamente necesită minim 3 oameni fiecare pentru utilizare și mentenanță. Producătorul echipamentului este unul din liderii mondiali în domeniu, ce oferă o garanție pe 5 ani.

Compania se află în situația de a accesa fie un credit bancar de investiții, fie un leasing financiar. Întrucât are întregul patrimoniu ipotecat la o bancă, care i-a pus în vedere că nu va mai accepta o majorare a expunerii, managerii societății decid să se adreseze la o firmă specializată în leasing.

Compania dorește să plătească un avans cât mai redus și o perioadă de finanțare cât mai lungă, întrucât simte presiunea ratelor existente asupra capacității de rambursare prezente a companiei și nu vor să intre în incapacitate de plată.

Bilanțul companiei în ultimul exercițiu financiar încheiat arată astfel:

	Valoare	PASIV	Valoare
Active mobilizate	3,5 MEUR	Capitaluri Proprii	1,8 MEUR
Stocuri	2,1 MEUR	Credite de investiții	2 MEUR
Creanțe	2 MEUR	Furnizori	2,1 MEUR
Disponibil	0	Linie Credit	1 MEUR
		Împrumut Asociat	0,3 MEUR
		Serviciul datoriei <12M	0,4 MEUR
TOTAL ACTIV	7,6 MEUR	TOTAL PASIV	7,6 MEUR

Fondul de rulment FR = 1,8 MEUR (Capitaluri proprii) + 2 MEUR (Credit investiții) + 0,3 MEUR (Împrumut asociat) – 3,5 MEUR (Active imobilizate) = +0,6

MEUR; am considerat Împrumutul asociat ca fiind subordonat creditelor în sold, ceea ce îl transformă într-o sursă de finanțare pe termen lung;

Necesarul de Fond de rulment $NFR = 2,1 \text{ MEUR (Stocuri)} + 2 \text{ MEUR (Creanțe)} - 2,1 \text{ MEUR (Furnizori)} = 2 \text{ MEUR}$;

Trezoreria Netă a companiei $TN = FR - NFR = 0,6 \text{ MEUR} - 2 \text{ MEUR} = -1,4 \text{ MEUR}$; observăm că peste 70% din trezoreria netă este finanțată prin linie de credit bancară. Finanțarea prin linie de credit reprezintă cca 45 zile de vânzări, ceea ce este o valoare acceptabilă, chiar bună.

Rotațiile stocurilor (60 zile), creanțelor (60 zile) și furnizorilor (cca 60 zile) sunt și ele acceptabile, cu toate că în cazul stocurilor ar trebui să punem câteva întrebări și să primim câteva răspunsuri; de ce ar avea nevoie o companie de printing să dețină stocuri de hârtie și cerneluri de 2 MEUR?!

Asociații companiei ne lămuresc că jumătate din aceste stocuri sunt reprezentate de producție finalizată, neridicată încă de beneficiari. Aceștia au obiceiul de a trimite la un moment dat comanda pentru un număr foarte mare de etichete, ce nu ar putea fi realizat într-un timp scurt, chiar folosindu-se întreaga capacitate. În aceste condiții, firma lucrează și pe stoc, pentru a putea face față comenzilor de mare valoare.

În cazul rotației creanțelor, de 2 luni zile, răspunsul este simplu: firma și-ar dori să încaseze mai repede, însă dacă ar solicita acest lucru multi-naționalelor ce îi sunt clienți, și-ar putea închide afacerea începând cu a doua zi. Cu aceste companii nu se pot face presiuni de natura asta.

Contul de Profit și Pierdere la data încheierii ultimului exercițiu financiar arata astfel:

	Anul N
Cifra afaceri	12 MEUR
Cheltuieli exploatare	11,2 MEUR
EBITDA	0,8 MEUR
EBITDA (%)	6,7%
Cheltuieli cu amortizarea	0,4 MEUR
Alte cheltuieli	0
Cheltuieli cu dobânda	0,1 MEUR
Profit Net	0,3 MEUR
Gross Cash Flow (GCF)	0,7 MEUR

Calculăm capacitatea companiei de a-și onora serviciul datoriei în acest moment:

$$\text{DSCR} = (0,3 \text{ MEUR} + 0,4 \text{ MEUR} + 0,1 \text{ MEUR}) / (0,4 \text{ MEUR} + 0,1 \text{ MEUR}) = 1,6 \times$$

Apreciem că în momentul de față compania își poate onora în mod satisfăcător plata datoriilor pe termen mediu și lung.

Analiza tehnică:

Solicităm specialistului în risc tehnic o opinie cu privire la curba de depreciere a acestui tip de echipament pe o perioadă de 5 ani, precum și posibilitățile de re-marketare în piață.

Primim răspunsul următor:

„Echipament produs de un brand de renume, în top 3 la nivel mondial; totuși greu de re-marketat pe piața națională, datorită numărului redus de producători de etichete (5 identificați); costuri mari de re-posesie, echipamentul cântărind 3 tone și trebuind dezasamblat și transportat cu 2 Tiruri;

Graficul de depreciere pe 5 ani arată conform tabelului de mai jos, cu mențiunea că este vorba de un echipament cu o durată normată de funcționare de minim 10 ani:

An	Valoare piață	Sold leasing, în condițiile unui avans de 20%/5 ani
1	1,6 MEUR	1,6 MEUR
2	1,4 MEUR	1,2 MEUR
3	1,3 MEUR	0,8 MEUR
4	1,1 MEUR	0,4 MEUR
5	1 MEUR	0,1 MEUR

Pentru a fi acoperiți de valoarea echipamentului pe întreaga durată de finanțare, specialistul recomandă un avans minim recomandat de 20%, respectiv 400.000 EUR. Se pune problema, bineînțeles, dacă acest client are această sumă disponibilă și mai ales, dacă este dispusă să o și plătească.

Analiza Cash-Flow-ului Proiectului pe o perioadă de 5 ani

Construim Cash-Flow-ul proiectului, pornind de la ipotezele principale ale investiției:

– Creșterea capacității de producție indusă de achiziția noului echipament, cu aproximativ 35%; din motive de prudențialitate vom considera că această creștere nu va fi atinsă din anul 1 al investiției, întrucât trebuie identificați și clienții potențiali care să preia această creștere de capacitate; vom considera o creștere de

15% a Cifrei de afaceri în anul 1 și de 30% în anul 2; pentru anii 3-5 vom considera Cifra de afaceri constantă;

- Reducerea valorii cheltuielilor din exploatare, prin reducerea numărului de schimburi (datorită capacității de producție crescute), a eliminării lucrului sâmbătă, prin economii făcute cu vopselurile (100 KEUR/an) etc.;

- EBITDA companie după implementare proiect va crește de la 6,7% la 7,6%;

- Serviciul datoriei va crește cu cca 0,3 MEUR /an; adăugând această sumă la serviciul datoriei existent (0,4 MEUR), obținem valoarea de 0,7 MEUR/an;

- Valoarea cheltuielilor cu dobândă va crește la 160 KEUR în anul 1, după care va scădea treptat, pe măsură rambursării principalului;

- Cheltuielile cu amortizarea vor atinge valoarea de 0,6 MEUR (0,4 MEUR existent, la care se adaugă 0,2 MEUR urmare a amortizării pe 10 ani a noii investiții de 2 MEUR);

- Nu vor fi ieșiri de utilaje (vânzări) în următorii 5 ani; nu vor fi investiții noi în rețehnologizare, respectiv credite noi;

000 EUR

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Cifra afaceri	13.800	15.600	15.600	15.600	15.600
Cheltuieli exploatare	12.834	14.414	14.414	14.414	14.414
EBITDA	966	1.185	1.185	1.185	1.185
EBITDA (%)	7%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Cheltuieli cu amortizarea	600	600	600	600	600
Alte cheltuieli	0	0	0	0	0
Cheltuieli cu dobânda	160	130	100	70	35
Profit Net	206	455	485	515	550
Gross Cash Flow (GCF)	806	1055	1.085	1.115	1.150

În continuare calculăm indicatorul de serviciu al datoriei, respectiv DSCR:

000 EUR

	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Gross Cash Flow (GCF)	700	806	1055	1085	1115	1150
Intrări Cash (leasing)	1.600					
Sursă proprie*	400					
Cheltuieli cu investiția	2.000					
Rambursare credit & leasing	400	700	700	700	700	700
PN+A+ Dob	800	966	1.185	1.185	1.185	1.185
Serv Dat+ Dob	500	860	830	800	770	735
DSCR	1,60	1,12	1,42	1,48	1,53	1,61

*Deși compania are un FR pozitiv de +0,6 MEUR și teoretic ar putea susține plata a 0,4 MEUR către firma de leasing, în realitate acest lucru nu va fi posibil fără o creștere similară a valorii liniei de credit. Cel mai probabil acționarii vor trebui să aducă această sumă din propriile economii, pentru a susține investiția.

Observăm că avem o valoare sensibilă a DSCR chiar în primul an de implementare a proiectului; nu are sens să mai facem o analiză de sensibilitate pe datele de mai sus, întrucât DSCR cu siguranță va deveni subunitar, respectiv firma va intra în incapacitate de plată.

Este evident în acest moment că sub 20% avans, proiectul nici nu intră în discuție pentru finanțator. Însă, chiar și în cazul în care compania este de acord să plătească 20% avans, respectiv 400 KEUR, proiectul prezintă un grad de sensibilitate ridicat.

Există câteva modalități de a continua negocierile, atât cu clientul, cât și cu departamentul Risc al Finanțatorului, pentru a salva proiectul:

1. Negocierea unui contract de **Buy-Back la sold** cu furnizorul acestui echipament. Se contactează Furnizorul și i se propune să semneze un contract de răscumpărare, în care își exprimă acordul ca în cazul unui default al proiectului, va recupera bunul pe propria cheltuială și va plăti necondiționat Finanțatorului suma rămasă în sold plus orice alte rate restante și/sau penalități, astfel încât Finanțatorul nu va avea pierderi. Obținerea unui astfel de contract îmbunătățește semnificativ poziția Finanțatorului, prin urmare proiectul va fi aprobat;

2. Prelungirea perioadei de finanțare cu 1-2 ani și eventual majorarea Valorii Reziduale de la 1% la 20%. Acest lucru face sens, întrucât este vorba de finanțarea unui activ cu o durată de viață normată de peste 10 ani. Astfel, o finanțare pe 7 ani nu este ieșită din comun, însă dobânda va crește ușor, întrucât costul banilor pentru Finanțator crește. În exemplul de mai sus, prin creșterea duratei și a valorii reziduale, serviciul datoriei la leasing va scădea de la cca 300 KEUR/an la 170 KEUR/an. Astfel, indicatorul DSCR se va îmbunătăți semnificativ, iar proiectul va fi aprobat;

3. Creșterea avansului plătit de client. Deși acest lucru este cel mai intuitiv, este și cel mai greu de negociat pentru reprezentantul Finanțatorului. Atunci când clientul a solicitat finanțarea cu avansul minim, cu siguranță se gândea la un 5-10%. Niciunui antreprenor nu îi place să-și blocheze prețiosul capital de lucru sau economiile strânse cu multă trudă, într-un proiect de investiții, pentru asta există finanțarea bancară. Ca regulă, proiectele trebuie să se plătească singure, nu cu banii personali ai antreprenorului. La 20% avans, deja suma a devenit substanțială; la 30% avans, deja va încerca să schimbe Finanțatorul, regretând timpul pierdut cu analiza, care poate ajunge la săptămâni și luni de zile. Însă, dacă există posibilitatea creșterii avansului, cu siguranță proiectul va fi aprobat.

Funcție de rezultatul negocierii, proiectul va fi aprobat într-o formă sau alta. Pentru noi a fost important să înțelegem cât de apropiat este acest produs de creditul de investiții clasic, cu diferența că, având calitatea de proprietar, firma de leasing poate găsi modalități inedite de a mitiga anumite caracteristici ale produsului, astfel încât proiectul să fie finanțat.

4.2.3. Leasingul Operațional

Leasingul operațional reprezintă o formă particulară de finanțare cel mai des asimilabilă chiriei. În practică, firmele de leasing operațional sunt diferite de cele care practică leasingul financiar și se limitează la autoturisme și vehicule comerciale ușoare ca și active finanțate.

Spre deosebire de leasingul financiar, avem 2 actori (nu 3) implicați în tranzacție:

- **Utilizatorul**, compania care solicită leasingul operațional/chirie;
- **Finanțatorul**, compania ce achiziționează flota respectivă, respectând caracteristicile tehnice solicitate de către client, și o închiriază acestuia pe o perioadă dată.

Foarte important!

La finalul perioadei de leasing operațional/chirie, Utilizatorul **NU** intră în proprietatea vehiculelor pentru care a plătit chirie. Dacă ar face acest lucru, tranzacția și-ar pierde caracteristicile unui leasing operațional, fiind reclasificată în leasing financiar, respectiv va avea un tratament fiscal diferit atât în contabilitatea clientului, cât și a Finanțatorului. Vehiculele sunt returnate în bune condiții Finanțatorului.

Firmele de leasing operațional asigură mult mai multe servicii pentru Utilizator comparativ cu cele de leasing financiar, constituindu-și astfel multiple surse de venit; din acest motiv acestea sunt mult mai profitabile.

Regăsiți mai jos un comparativ între serviciile oferite:

Servicii Incluse în oferta	Leasing Financiar	Leasing operațional
Finanțare	X	X
Asigurare	X	X
Schimb anvelope		X
Replacement car		X
Revizie anuală		X
Plata taxelor anuale		X

După cum vedeți, firmele de leasing operațional asigură servicii complete de **management flotă**, fiind preferate de către firmele de talie mare, multinaționale,

întrucât își pot optimiza costurile cu achiziția, întreținerea și revânzarea flotei, suprimând și departamentul logistic ce s-ar ocupa cu așa ceva; de asemenea, pentru firmele de talie mare nu este important să rămână proprietară a flotei după expirarea perioadei de leasing, preferând varianta înlocuirii acestora cu o flotă de vehicule noi, continuând să plătească aceeași chirie lunară.

Pentru companiile de talie mică, ce achiziționează flote de 5-10 vehicule, leasingul financiar ar putea fi mai tentant. După finalizarea leasingului, compania va intra în proprietatea vehiculelor pentru care a plătit, putând să continue să le mai utilizeze o perioadă sau să le revândă pentru profit.

În țările dezvoltate, în ultimii ani a câștigat teren leasingul operațional pe segmentul autoturismelor și al vehiculelor comerciale. A devenit o obișnuință pentru companii și chiar persoane fizice să externalizeze managementul flotei către un furnizor specializat, iar chiriile solicitate de acesta din urmă au continuat să scadă.

Pare contra-intuitiv, însă există situații în care rata lunară la leasing financiar (ce include doar dobânda) să fie similară cu rată la leasing operațional (ce include dobânda plus toate serviciile de fleet management). Acest lucru este posibil deoarece:

- În cazul **leasingului financiar**, vehiculul este ales de către Utilizator, ce își negociază singur prețul de achiziție și prezintă Finanțatorului factura de vânzare de la dealer. Puterea de negociere a utilizatorului este limitată, întrucât el achiziționează câteva vehicule pe an de la respectivul dealer.

- În cazul **leasingului operațional**, după ce a primit caracteristicile dorite de utilizator, Finanțatorul negociază direct prețul de vânzare al vehiculului cu dealerul sau importatorul. Întrucât Finanțatorul achiziționează mii de vehicule pe an de la fiecare brand auto, își negociază discounturi uriașe, de 15-20% din prețul acestora. Cu asemenea discounturi în spate, faptul că ulterior își adaugă dobânda și marje suplimentare pentru managementul flotei devine irelevant, oferta va fi imbatabilă în fața clientului.

În încheierea acestui capitol, aș vrea să recapitulăm câteva idei principale:

- Relația Client-Finanțator este indispensabilă în viața economică, iar ambele părți trebuie să abordeze finanțarea cu sinceritate, respect și considerație față de cealaltă parte, în scopul identificării celei mai bune soluții. **Nu întotdeauna acordarea unei finanțări are efecte benefice.** Este responsabilitatea Finanțatorului, în

calitate de consultant financiar, să identifice potențialele consecințe negative și să-și consilieze clientul pentru ca acesta să poată lua decizia corectă. În același timp și potențialul client, compania, trebuie să **înceteze** să considere Finanțatorul drept un rău necesar, un „furnizor de credite”, ce trebuie „păcălit și de data asta” pentru a obține o nouă sumă de bani. O astfel de abordare va duce mai devreme sau mai târziu la insolvență și acest lucru nu este o exagerare.

– Nu toate produsele de finanțare se potrivesc pentru o situație dată. Cu toate că în practică se fac frecvent greșeli, cu consecințe lamentabile, fiecărei nevoi de finanțare îi corespund maxim 1-2 produse ce o adresează corect. Nu este corect să continuăm să acordăm credite de investiții unei companii aflate la limita capacității de plată, nu este corect să majorăm linia de credit pentru o companie aflată într-un dezechilibru bilanțier major. Presiunea comercială teribilă pentru realizarea țintelor de vânzări pe de o parte și nepriceperea, lipsa de experiență a reprezentanților de vânzări, pe de altă parte, poate determina încercarea de a vinde orice finanțare, în orice formă sau dimensiune. În fața acestei abordări deviante, este rolul Riscului intern și al Managementului executiv al Finanțatorului de a o stopa urgent, luând măsurile necesare;

– Decizia de creditare, de finanțare a unui proiect, nu este un proces abstract, extrem de complex și ininteligibil, așa cum este perceput în mod eronat de o parte a companiilor și mai grav, de o parte a reprezentanților de vânzări ai Finanțatorului. Așa cum ați văzut în toate exemplele de mai sus, deciziile se construiesc păstrând regula bunului simț și în termeni foarte clari pentru ambele părți. **Orice proiect de finanțare ce nu poate fi prezentat în rezumat pe o pagină A4 nu ar trebui finanțat**, întrucât există riscul ca în spatele multiplelor pagini de explicații și formule să se ascundă demonii minciunii, incompetenței și relei-credințe. Este perfect normal ca în fundamentarea veniturilor și cheltuielilor unui proiect de investiții, a unui nou plan de afaceri, să se discute și să se demonstreze diferite ipoteze de lucru, însă odată stabilit nivelul acestor venituri și cheltuieli, demonstrația devine pur matematică, simplă și implacabilă. Tocmai de aceea, insist ca reprezentanții comerciali ai Finanțatorului să cunoască foarte bine toate aceste mecanisme, pentru a putea înțelege și explica Clientului problemele întâmpinate, care determină o eventuală decizie negativă de finanțare. Abordări simpliste de tipul „colegii de la risc sunt de vină” trebuie să dispară din limbajul tuturor managerilor de vânzări, la fel de repede ca și hainele de proastă calitate.

Capitolul V

ANALIZA FINANCIARĂ ÎN FUNCȚIE DE TIPUL ACTIVITĂȚII DESFĂȘURATE

Vom analiza în continuare, pe bază de exemple practice, analiza financiară a unor domenii distincte de activitate, subliniind în fiecare caz caracteristicile particulare de care trebuie ținut cont în luarea deciziei de finanțare.

Analiza financiară este o știință ce se bazează 90% pe experiență și doar 10% pe învățarea unor indicatori; tocmai din acest motiv am insistat pe tot parcursul cărții, cu zeci de exemple practice din diferite domenii. Vom continua în aceeași manieră în capitolul de față, crescând doar complexitatea situațiilor.

5.1. Analiza companiilor ce activează în domeniul agricol

Mark Twain spunea: „Cumpărați pământ, au încetat să-l mai fabrice”. Este un citat care mă amuză, însă constituie un mare adevăr. Populația planetei este în creștere exponențială, miliarde de ființe umane ce trebuie hrănite, ceea ce a făcut ca cererea de produse agricole să devină inelastică la evoluțiile negative din mediul economic, la crize economice. La începutul secolului XX populația planetei era de cca 1 miliard, ceea ce a făcut ca în anumite perioade să apară scurte crize de supra-producție agricolă, respectiv de prăbușire a prețurilor de vânzare și de imposibilitate de vânzare a cantităților produse. Astăzi acest lucru este privit ca o raritate, iar agricultorii înregistrează unele dintre cele mai mari marje de profitabilitate din piață pentru activitatea desfășurată. Desigur că pentru orice afacere profitabilă barierele de intrare au crescut exponențial: prețul terenurilor agricole a crescut foarte mult în ultimii 20-25 ani, ceea ce face cvasi-imposibilă intrarea în acest domeniu a unui nou antreprenor, fără un capital substanțial de ordinul milioanei de EURO.

Caracteristicile tipice ale unei companii agricole pe care le urmărim în cursul analizei:

- **Active imobilizate importante;** Întotdeauna căutăm să identificăm ce suprafață, câte hectare deține în proprietate compania respectivă și dacă valoarea contabilă a acestora reflectă realitatea din piață la momentul actual; o companie ce are în proprietate sute de hectare de teren de calitate, prezintă o garanție

suplimentară în fața Finanțatorilor: acționarii vor face tot posibilul să își rambur-seze în bune condiții împrumuturile, pentru a nu risca să își pună în pericol averea reprezentantă de această suprafață; în al doilea rând, în cazul unor dificultăți financiare majore, compania oricând poate decide să vândă o parte din suprafață pentru a ieși din dificultate. Va găsi un cumpărător imediat și la un preț acceptabil, spre deosebire de alte industrii. Prin contrast, companiile ce exploatează suprafețe în arendă, fără a deține în proprietate terenuri, prezintă întotdeauna un risc ridicat pentru Finanțatori: unu-doi ani mai slabi pot determina compania să intre în incapacitate de plată, își va anunța insolvența, trimițând toți finanțatorii să se înscrie la masa credală, unde cel mai probabil își vor pierde toți banii.

Tot la acest capitol, al activelor imobilizate, identificăm și dotările cu **utilaje**, gradul de uzură al acestora și nevoia de reînnoire. Un parc de utilaje îmbătrânit în proporție de peste 60% (sub 40% valoare netă contabilă) va necesita înlocuire în cel mai scurt timp, respectiv accesarea de noi credite/leasinguri, de care trebuie să ținem cont atunci când facem analiza.

Deținerea de **silozuri** de depozitare a produselor reprezintă un mare atu. Dimensiunea și capacitatea acestora trebuie analizată cu atenție, întrucât este cunoscut faptul că cerealele au un preț mai scăzut vara, la recoltă, și un preț mult mai bun toamna și iarna. Orice companie ce își poate stoca în bune condiții o proporție cât mai mare din producția proprie va avea șansa realizării unui profit ridicat.

- **Stocuri de producție în curs de o valoare importantă;** agricultura este o activitate cu un ciclu lung de producție; lucrările cu pregătirea pământului încep toamna, cheltuielile cu producția continuă pe tot parcursul primăverii următoare și se încheie toamna, odată cu recoltarea producției. Funcție de momentul la care are loc analiza (de obicei primăvara), trebuie să fim atenți dacă ceea ce regăsim în bilanț la capitolul stocuri – de producție în curs și de produse finite – corespunde cu activitatea companiei la momentul respectiv. Orice abatere trebuie explicată, de aici provenind cele mai mari riscuri pentru finanțator.

- **Capitaluri proprii importante.** Agricultura este o afacere ce necesită fonduri importante pentru achiziționarea suprafeței agricole, însă este și o activitate profitabilă atunci când este condusă de un management cu experiență. Acești manageri sunt conștienți că nu este indicată finanțarea bancară în proporție covârșitoare a întregului ciclu de producție-vânzare de 8-12 luni, costurile cu dobândă sunt mult

prea mari; prin urmare vor încerca să contribuie cu surse proprii cât mai mari la finanțarea producției, atât din companie, Fond de rulment, cât și din banii acționarilor aduși în companie. Atât capitalul social, cât și profiturile nerepartizate trebuie să înregistreze valori mari, ceea ce va determina o valoare a capitalurilor proprii substanțială.

- **Activitate puternic sezonieră.** De acest lucru trebuie ținut cont la stabilirea graficului de rambursare a creditelor de investiții și a leasing-urilor acordate. Cu excepția traderilor de cereale, agricultorii realizează cheltuieli tot timpul anului, însă veniturile sunt concentrate doar în câteva luni de la finele anului. Numai în acele luni trebuie concentrate plățile către instituțiile financiare.

- **Subvențiile primite au valori importante;** agricultura reprezintă un domeniu cheie al economiei pentru care se acordă subvenții pentru exploatare de valori importante. În analiza financiară trebuie ținut cont de valoarea acestor subvenții, de momentul în care acestea se primesc, ele putând fi o sursă de rambursare a finanțărilor acordate.

- **Analiza diferitelor culturi practicate de agricultor** poate fi făcută metodic, pornind de la producția estimată și prețul diferitelor categorii de produse agricole (grâu, porumb, orz, floarea soarelui, rapiță), obținându-se astfel venitul total, cifra de afaceri a companiei; sau poate fi practică o metodă de aproximare, destul de exactă, folosind **grâul ca produs ce reflectă cel mai bine media valorică a culturilor companiei**. Porumbul are o producție mai mare la hectar, însă un preț mai scăzut pe kilogram, floarea soarelui are o producție mai mică, însă un preț ridicat. Prin aproximarea pe care v-o propun, folosind grâul ca produs etalon, surprindem destul de bine cifra de afaceri viitoare a companiei pe care o analizăm. De exemplu: primim în analiză un dosar de finanțare al unei companii ce cultivă 400 Ha în total, astfel: 150 Ha cu soia, 50 Ha cu floarea soarelui, 40 Ha cu grâu, 10 Ha floarea soarelui etc. Pentru a face o estimare rapidă a Cifrei de afaceri ce poate fi obținută pe această suprafață, înmulțim suprafața exploatată de 400 Ha cu producția medie la grâu din zona geografică respectivă și ultimul preț la grâu cunoscut. Vă asigur că veți obține o aproximare destul de bună a cifrei de afaceri a întregii companii pentru anul următor, folosind această metodă.

- **Zonă geografică în care agricultorul activează.** Solul poate avea calități diferite, condițiile climaterice pot diferi de la o zonă geografică la alta; toate acestea

pot avea o influență covârșitoare asupra producției cantitative realizate. Orice finanțator trebuie să dețină o hartă completă a productivității agricole în diferite zone ale țării, pe care să le consulte în momentul analizei.

- **Gradul de irigare a suprafeței exploatate.** Diferența în productivitate între o suprafață irigată și una neirigată poate fi de la simplu la dublu, și chiar mai mult. O companie ce reușește să își irige peste 75% din suprafață, nu numai că obține o Cifra de afaceri considerabilă și o profitabilitate pe măsură, însă excede riscurilor condițiilor climaterice din zona în care activează; seceta, cel mai mare dușman al agricultorului, nu mai reprezintă o amenințare. Pentru marea majoritate a calamităților, exceptând seceta, există asigurarea culturii.

- **Experiența managementului.** Poate mai mult ca în alte domenii, este foarte important ca managementul executiv și întreaga echipă de conducere să cunoască foarte bine meseria pe care o desfășoară. Cu o singură decizie greșită la erbicidarea culturii, se poate „arde” și distruge o întreagă cultură agricolă, cu consecințe dezastruoase. Un management slab al flotei de utilaje poate face să explodeze cheltuielile operaționale (să nu uităm că un tractor performant costa între 70-300.000 EUR). Un investitor nepriceput, atras în domeniu de profitabilitățile ridicate și perspectiva pe termen lung, va face greșeli majore în primii ani, dacă nu își atrage în conducerea executivă un om cu experiență, dacă nu își va crea o echipă solidă de specialiști. De toate aceste lucruri trebuie să țină cont Finanțatorul, întrucât nu numai companiei, dar acestor manageri le pune la dispoziție suma de bani împrumutată.

Fără a pretinde o generalizare excesivă, bilanțul unei companii din domeniul agricol ar trebui să aibă următoarea structură:

ACTIV		PASIV	
Active imobilizate	Min 40%	Capitaluri proprii	30%
Stocuri	35%	Datorii pe termen lung/împrumut acționari	20%
Creanțe	25%	Furnizori	25%
		Linie credit	25%
TOTAL	100%	TOTAL	100%



Exemplu

Compania agricolă „Land Scape” deține în proprietate o suprafață de 8.000 Ha, ceea ce o califică drept una dintre cele mai mari companii agricole din țară.

Managementul companiei dorește să demareze un amplu program de investiții pentru a susține dezvoltarea viitoare a afacerii. Investițiile vor fi susținute atât din surse proprii, cât și din credit bancar și leasing financiar.

Programul de investiții prevede:

1. Construcția unui siloz de 15.000 tone, în completarea capacității de depozitare a companiei; devizul lucrării este de 1,2 MEUR, din care compania este dispusă să susțină 20%; creditul este solicitat pe o perioadă de 5 ani.

2. Achiziția unei flote de 10 combine New Holland + 15 tractoare New Holland; Valoare investiție 2,3 MEUR; compania solicită un leasing financiar, avans plătit 10% din preț, bani proveniți din **trade-in** (predare) către importator a vechiului parc uzat de utilaje. Leasingul este solicitat pe o perioadă de 5 ani.

Compania deține la o bancă o **linie de credit în valoare de 800.000 EUR**, reînnoibilă anual.

Întrucât este primăvară, compania trebuie să deruleze lucrările de pregătire a terenului și însămânțare cu porumb și floarea soarelui; de asemenea, compania trebuie să asigure lucrările de erbicidare la grâu. Pentru susținerea financiară a acestor lucrări, compania solicită și un **Credit Sezonier în valoare de 2 MEUR, rambursabil în 2 rate: septembrie și octombrie ale anului în curs.**

Ipoteze de lucru:

- Prețul /kg grâu este de 0,15 EUR/kg;
- Subvenția plătită la Ha de teren exploatat: 150 EUR/Ha;
- Sub 20% din suprafața agricolă exploatată este irigată;

Bilanțul companiei aferent anului de referință N arată astfel:

	Valoare	PASIV	Valoare
Active mobilizate	4 MEUR	Capitaluri Proprii	3,05 MEUR
Stocuri	1 MEUR	Credite de investiții/leasing	1 MEUR
Creanțe	0,6 MEUR	Furnizori	0,7 MEUR
Disponibil	0,2	Linie Credit	0,8 MEUR
		Serviciul datoriei <12M	0,25 MEUR
TOTAL ACTIV	5,8 MEUR	TOTAL PASIV	5,8 MEUR

Contul de profit și pierdere aferent exercițiului financiar N arată astfel:

	Anul N
Cifra afaceri	5,5 MEUR
Venituri din subvenții din exploatare	1,2 MEUR
Total Venituri	6,7 MEUR
Cheltuieli exploatare	4,8 MEUR
EBITDA	1,9 MEUR
EBITDA (%)	28%
Cheltuieli cu amortizarea	0,4 MEUR
Alte cheltuieli	0
Cheltuieli cu dobânda	0,2 MEUR
Profit Net	1,3 MEUR
Gross Cash Flow (GCF)	1,7 MEUR

Pentru exercițiul financiar N+1, compania are în vedere următorul plan de culturi:

Cultură	
Grâu	3500 Ha
Porumb	3000 Ha
Floarea soarelui	1500 Ha
TOTAL	8.000 Ha

Activul imobilizat al companiei, în valoare netă de 4 MEUR, este compus din: terenuri agricole în proprietate (2 MEUR), utilaje agricole (2 MEUR); considerând o durată de amortizare medie rămasă de 5 ani, rezultă cheltuieli cu amortizarea de 0,4 MEUR/an, pe care le regăsim în Contul de profit și pierdere de mai sus. Remarcăm valoarea contabilă extrem de redusă a terenurilor din patrimoniu, explicația constă în faptul că aceste terenuri au fost achiziționate cu zeci de ani în urmă. Astăzi, 8.000 ha au o valoare de piață cu mult mai mare decât ceea ce regăsim în bilanț.

Calculăm principalii indicatori bilanțieri, pentru a determina starea de sănătate a companiei:

1. Cât de adecvată este Cifra de afaceri raportat la suprafața exploatată? Desigur că putem lua planul de culturi aferent exercițiului N, prețul mediu per Kg aferent

fiecărei culturi în parte și producția medie anuală în zona respectivă. Și poate chiar așa ar trebui procedat. Însă atunci când nu dispunem de informațiile necesare sau timp, putem estima destul de bine performanța companiei considerând întreaga suprafață ca fiind cultivată cu grâu. La o CA de 5,5 MEUR în exercițiul financiar N și un preț pe kg la grâu de 0,15 EUR/Kg, rezultă o producție de grâu medie la Ha de 4580 Kg grâu/Ha, ceea ce este o producție foarte bună pentru o suprafață neirigată. Dacă întreaga suprafață ar fi fost irigată, atunci o producție de 6.000 Kg grâu/Ha ar fi fost considerată etalon. Prin urmare, compania este destul de performantă în condițiile date.

2. Cifra de afaceri medie lunară: $5,5 \text{ MEUR}/12 = \text{aprox. } 0,5 \text{ MEUR/lună}$;

3. Fond de rulment: 0,05 MEUR; Necesari de fond de rulment: 0,9 MEUR. Trezoreria Netă (TN) a companiei este -0,85 MEUR; observăm că, cel puțin la momentul analizei, linia de credit de 0,8 MEUR acordată pe 12 luni este dimensionată în mod corect; per total, linia de credit finanțează 1 lună și jumătate de CA.

4. Cu o CA medie lunară de 0,5 MEUR/lună, rezultă o rotație a creanțelor de 1 lună, o rotație a stocurilor de 2 luni și a furnizorilor de 1,5 luni. O rotație a stocurilor de cereale de 2 luni, în timpul primăverii, când aproape tot stocul ar fi trebuit vândut deja, poate ridica semne de întrebare. Însă dacă firma are capacități de stocare, silozuri, atunci situația este acceptabilă; este posibil ca așteptarea companiei să fie de creștere a prețului în următoarele 1-3 luni, ceea ce ar aduce un profit suplimentar companiei, din vânzarea de stoc. O altă explicație a rotației stocului poate fi dată de producția în curs, deoarece costul lucrărilor de toamnă la grâu este evidențiat în analiticul de producție în curs, aferent conturilor de stocuri.

Apreciem că situația financiară a companiei este foarte bună, constituind o bază solidă pentru investițiile viitoare. Totodată, atragem atenția că, fiind vorba de o activitate puternic sezonieră, indicatorii calculați mai sus cunosc schimbări importante în dinamică, în interiorul unui exercițiu financiar. Tocmai datorită acestui lucru, compania solicită în prezent creditul sezonier de 2 MEUR, întrucât necesarul de finanțare al companiei tocmai este pe cale de a crește semnificativ, urmare a lucrărilor de primăvară.

Construim cu ajutorul companiei devizul de lucrări de primăvară aferente grâu, porumb și floarea soarelui:

Cultură	Suprafața	Lucrări/Ha	Valoare lucrare
Grâu	3500 Ha	250 EUR/Ha	875 KEUR
Porumb	3000 Ha	350 EUR/Ha	1.050 KEUR
Floarea soarelui	1500 Ha	400 EUR/Ha	600 KEUR
TOTAL	8.000 Ha		2.525 KEUR

Total Deviz lucrări primăvară: 2.525 KEUR, ce va fi finanțat astfel:

- 2.000 KEUR, respectiv 80%, prin credit sezonier;
- 525 KEUR, respectiv 20%, din sursă proprie*.

* În practică, veți întâlni numeroase situații în care compania afirmă că suportă „din sursă proprie” o parte din cheltuielile de investiții sau operaționale. În realitate, sursă proprie o constituie doar Fondul de rulment pozitiv al companiei (în cazul nostru +0,05 MEUR), sau un aport extern, de exemplu împrumut asociați, adus în companie.

Prin urmare, în exemplul nostru, ar fi bine ca acționarii să aducă în companie cu titlu de împrumut acei 500 KEUR; dacă nu, atunci compania va trebui:

- Fie să se descurce cu cei 2 MEUR din credit pentru finalizarea lucrărilor de primăvară;
- Fie să își amâne la plată o parte dintre furnizori, eventual promițându-le plata la recoltare;
- Fie să scoată din siloz o cantitate de cereale și să o vândă pe piață.

Revenind la exemplul de mai sus:

- Având în vedere că Cifra de afaceri a companiei este de 5,5 MEUR/an, respectiv aproximativ 0,5 MEUR/lună;
- Ciclul de conversie a numerarului în cazul agriculturii este de până la 6 luni, rezultând un necesar de finanțare foarte mare, respectiv $0,5 \text{ MEUR} \times 6 = 3 \text{ MEUR}$;
- O parte din acest necesar este deja acoperit prin linia de credit de 0,8 MEUR; diferența va fi acoperită în marea ei majoritate de creditul sezonier solicitat;
- Produsul de finanțare solicitat este relativ sigur, în sensul în care are prevăzut un grafic de rambursare în 2 rate, imediat după recoltare, atunci când compania va dispune de resursele necesare;
- Venitul mediu la Ha estimat a se obține este de cca 675 EUR/Ha, net superior devizului de lucrări prezentat.

Se aprobă creditul sezonier în valoare de 2 MEUR, cu rambursare 50% în septembrie și 50% în octombrie, anul curent; cu următoarea condiție suplimentară:

– Gaj suplimentar pe recoltă și asigurarea la calamități a întregii recolte, cu cesiunea asigurării în favoarea Finanțatorului.

Este timpul să ne ocupăm acum de **proiectele de investiții**; le vom trata pe ambele în același Cash-Flow.

Pentru început, facem o **analiză a riscului tehnic asociat finanțării în leasing**. Analizând graficul de depreciere în piață a tractoarelor și combinelor respective, analistul de risc recomandă un avans minim de 30% pe o perioadă de 5 ani, valoare reziduală 1%;

Astfel, graficul de depreciere și de rambursare a contractului de leasing va arăta astfel:

Final de an	Valoare piață	Sold leasing, în condițiile unui avans de 10%/5 ani	+/-
1	1,60 MEUR	2,07 MEUR	-0,47 MEUR
2	1,30 MEUR	1,50 MEUR	-0,2 MEUR
3	0,80 MEUR	1,10 MEUR	-0,30 MEUR
4	0,60 MEUR	0,6 MEUR	0 MEUR
5	0,40 MEUR	0,1 MEUR	+0,3 MEUR

Analizând graficul de mai sus, rezultă că, strict din punct de vedere al riscului tehnic, în cazul unui default al tranzacției în primii trei ani, Finanțatorul va înregistra pierdere de 0,47 MEUR (anul 1) sau 0,2 MEUR (anul 2) sau 0,3 MEUR în anul 3. Ca să nu se înregistreze pierderi în cazul unui default, finanțarea în leasing ar trebui să se acorde cu 30% avans.

Și totuși compania este dispusă să ofere doar 10% avans; prin urmare trebuie să analizăm riscul de contrapartidă al tranzacției de leasing, construind cash-flow-ul viitor al ambelor proiecte.

În cazul celui de-al doilea proiect de investiții, respectiv silozul de 15.000 tone, aici singurul beneficiu financiar este acela că acest siloz va da posibilitatea companiei să își mărească profitabilitatea, stocând o parte din producție în așteptarea

creșterii prețurilor. Prin urmare vom analiza foarte bine cheltuielile ocazionate de proiect, însă la capitolul beneficii vom rămâne prudenți, în sensul că nu vom crește Cifra de afaceri datorită acestei investiții (cu toate că un siloz poate genera și vânzări mai mari, prin intermediul serviciilor prestate pentru terți).

Analiza Cash-Flow-ului Proiectului pe o perioadă de 5 ani

Construim Cash-Flow-ul proiectului, pornind de la ipotezele principale ale investiției:

- Reducerea cheltuielilor operaționale cu 0,2 MEUR/an, ca urmare a înlocuirii unei părți importante din flota de tractoare și combine, cu costuri de întreținere mult mai mici;

- Cheltuielile cu amortizarea induse de noile proiecte sunt de: 0,4 MEUR/an în cazul flotei (considerând o perioadă medie de amortizare de 6 ani) și de 0,1 MEUR/an în cazul silozului (considerând o perioadă medie de amortizare de 10 ani); cheltuielile totale cu amortizarea vor atinge 0,8 MEUR/an;

- Serviciul datoriei va crește cu cca 0,6 MEUR /an; adăugând această sumă la serviciul datoriei existent (0,25 MEUR), obținem valoarea de 0,85 MEUR/an;

- Valoarea cheltuielilor cu dobândă aferentă noilor credite va crește la 160 KEUR în anul 1, după care va scădea treptat, pe măsura rambursării principalului. Valoarea totală a expunerii la bănci pe termen lung va atinge 4 MEUR (1 MEUR credit existent în sold, 1 MEUR credit solicitat pentru siloz și puțin peste 2 MEUR sold leasing), dobânda medie fiind 4%;

- Considerăm o Cifră de afaceri constantă în următorii ani; la fel și în cazul veniturilor din subvenții de exploatare.

000 EUR

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Cifra afaceri	5.500	5.500	5.500	5.500	5.500
Venituri subvenții	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
Total Venituri	6.700	6.700	6.700	6.700	6.700
Cheltuieli exploatare	4.600	4.600	4.600	4.600	4.600
EBITDA	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100
EBITDA	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%

(%)					
Cheltuieli cu amortizarea	800	800	800	800	800
Alte cheltuieli	0	0	0	0	0
Cheltuieli cu dobânda	160	130	100	70	35
Profit Net	1.140	1.170	1.200	1.230	1.265
Gross Cash Flow (GCF)	1.940	1.970	2.000	2.030	2.065

În continuare calculăm indicatorul de serviciu al datoriei, respectiv DSCR:

000 EUR

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Gross Cash Flow (GCF)	1.940	1.970	2.000	2.030	2.065
Intrări Cash (credit + leasing)	3.000				
Sursă proprie*	0,5 MEUR				
Cheltuieli cu investiția	3.500				
Rambursare credit & leasing	850	850	850	850	850
PN+A+Dob	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100
Serv Dat+ Dob	1.010	980	950	920	885
DSCR	2,07	2,14	2,21	2,28	2,37

Indicatorul de Serviciu al datoriei, DSCR are valori medii peste 2, ceea ce arată că această companie poate rambursa în bune condiții finanțările solicitate. Se impune bineînțeles și o analiză de sensibilitate (luând în calcul 70% din EBITDA, de exemplu), însă este vizibil că DSCR va fi >1 chiar și în acest caz.

Prin urmare cele 2 finanțări se acordă, respectând clauzele și condițiile specifice celor două produse. Se va discuta și agreea cu clientul ca în anii următori

orice investiție nouă să fie prezentată băncii în prealabil, pentru a se discuta și analiza în ce măsură aceasta impactează capacitate de plată a companiei.

Ați observat faptul că, în economiile în care apar și subvenții pe hectar exploatat, rentabilitățile operaționale și nete ale societăților agricole sunt de peste 15-20%, ceea ce face ca investițiile de capital să fie extrem de dezirabile. Barierele de intrare sunt însă foarte mari: în exemplul de mai sus, compania are active imobilizate în teren și utilaje de 4 MEUR și continuă să investească. Nu orice investitor dispune de asemenea sume pentru a începe o activitate; în alte domenii de activitate investiția inițială este mult mai redusă ca valoare, ceea ce crește concurența companiilor nou create, întrucât sume precum 50-100 KEUR pot fi suficiente pentru demararea unei activități de transport/distribuție/restaurant etc.

Vom analiza în continuare finanțarea activității de transport și distribuție.

5.2. Analiza companiilor ce activează în transport și distribuție; particularitățile magazinelor On-line

Cu toate că au fost incluse în aceeași categorie, există mici deosebiri între aceste 2 tipuri de activități, pe care aș vrea să le discutăm în detaliu.

Companiile de transport intern și internațional

- Au ca principal activ imobilizat flota de vehicule comerciale de transport; există mai multe metode de finanțare a flotei: *credit investiții*, *leasing financiar*, *leasing operațional cu includerea serviciilor de management de flotă*. Ultima soluție este și cea preferată, întrucât investitorul este în măsură să cunoască exact costul lunar per kilometru pe care îl are cu un vehicul comercial și, deci, este în măsură să își calculeze precis profitabilitatea pe unitate de transport, pe contract comercial.

Serviciile incluse în pachetul de finanțare acoperă revizia și service-ul vehiculului, schimbul de anvelope vară-iarnă, asigurarea Casco și de răspundere civilă, costul reparațiilor neprevăzute și inclusiv acordarea unui vehicul la schimb atunci când este nevoie. De asemenea, se asigura recuperarea, revânzarea vehiculului la un preț dat, cunoscut, după o perioadă agreeată de comun acord, de regulă 3-4 ani. Pentru toate aceste servicii, dar și pentru finanțarea propriu-zisă, firma de leasing operațional solicită plata unei sume fixe lunare per vehicul, similar unui abonament telefonic. Piața leasingului operațional în acest domeniu este în continuă creștere și tinde să înghită leasingul clasic financiar sau creditul de investiții.

- Companiile au în permanență grijă ca flota să fie într-o stare bună de funcționare, cu un grad de depreciere mediu de sub 50%, având o politică permanentă de achiziție de vehicule noi și vânzare vehicule uzate. Contractele comerciale de transport intern și internațional prevăd clauze clare referitoare la timpul maxim în care trebuie livrată marfa, penalitățile de întârziere, precum și clauzele dure de reziliere a contractului ca urmare a performării unui serviciu de slabă calitate. Marjele de preț din ce în ce mai înguste practicate de piață în acest domeniu obligă transportatorii să-și monitorizeze costurile la nivel de 1 EURO, întrucât transportul este un business de volum, cu marje operaționale de maxim 10-14%. Orice derapaj al costurilor, în condițiile unui grad de îndatorare la Finanțatori în permanență ridicat, poate distruge întreaga afacere.

- În bilanțul transportatorilor nu întâlniți stocuri. Într-adevăr, aceasta este principala deosebire față de o firmă de distribuție, faptul că transportatorul operează cu stocul altora. Lipsa stocurilor determină o lipsă a nevoii de finanțare a companiei prin linii de credit, ca urmare a unui necesar de finanțare (NFR) scăzut; companiile din domeniul transporturilor care au linii de credit de valori ridicate (echivalentul a 2-3 luni de vânzări), cu siguranță au fie mari probleme cu încasările creanțelor, fie au o lipsă cronică de capitaluri proprii, ceea ce determină dezechilibre structurale grave în bilanț (Fond de rulment negativ). Sau, mai simplu, firma a suferit o scădere bruscă a Cifrei de afaceri, de peste 30%, a înregistrat concomitent pierderi din exploatare și pierderi nete și este susținută pe perfuzii de linia de credit pe care nu a putut-o diminua/rambursa.

- Creanțele în acest domeniu trebuie să aibă o rotație de 30 zile, maxim 45 zile. Serviciul de transport, ca orice alt serviciu, trebuie plătit de beneficiar într-un timp limitat, decent. Întrucât în general, în piață, serviciile sunt plătite la vedere sau în mai puțin de 30 zile (la finele lunii calendaristice), serviciul de transport nu face excepții. Atunci când în bilanț întâlniți rotații ale creanțelor spre 60 zile, este vorba, de regulă, de un client incert, ce nu a plătit de peste 120 zile (și probabil nu va mai plăti vreodată), ceea ce denaturează rotația globală a creanțelor. Există bineînțeles și cazul tradiționalei firme din grup, o companie de talie mică sau mare față de care firma noastră oferă servicii de transport; fiind un serviciu prestat în cadrul aceluiași Grup, acționarii pot decide să nu fie plătit o perioadă; astfel de decizii arbitrare, care sunt independente de sensul economic, prezintă riscuri majore pentru finanțator. Din acest motiv, întotdeauna în aceste cazuri, acordarea unei finanțări va fi

condiționată de semnarea în calitate de co-debitor/co-împrumutat și de către celelalte firme din Grup, aceștia răspunzând solidar în cazul unui default.

– Capitaluri proprii de valori reduse: 10%-20%. Toate afacerile de transporturi au pornit de la un singur camion și s-au dezvoltat în timp. Marjele nete relativ mici din domeniu, permanenta nevoie de investiții în reînnoirea parcului de vehicule, precum și inevitabilul ciclu economic care aduce în perioada de criză clienți ce nu plătesc (pierderi) sau marje infime, determină ca acumularea capitalului în companie să se facă lent, pe parcursul a 5-10 ani. Dotarea relativ limitată cu capital propriu face ca aceste companii să aibă un grad de îndatorare ridicat în permanență, fapt ce va stârni de fiecare dată discuții la nivel de Comitet de Credit pentru luarea unei decizii de finanțare.

– Odată cu creșterea mărimii companiei, la un anumit punct se va pune în discuție necesitatea dezvoltării unui centru logistic propriu. Dar, orice firmă de transport are un sediu închiriat, unde își desfășoară activitatea, însă toți acești investitori visează la un centru logistic construit conform particularităților business-ului lor, localizat în afara orașelor, dacă este posibil în apropierea unei autostrăzi. Acest lucru este absolut normal, însă un proiect demarat înainte de vreme, grăbit, de o firmă ce nu și-a consolidat încă sursele proprii de finanțare și care nu a atins o dimensiune apreciabilă și diversificată a portofoliului de contracte, poate îngenunchea întreaga afacere printr-o investiție de o asemenea anvergură. De ce? Pentru că un centru logistic de talie medie costă 5-7 MEUR, creditul solicitat va fi de cel puțin 4-6 MEUR, ceea ce va pune în sarcina companiei o datorie neproductivă greu de suportat. Da, scad/se elimină cheltuielile cu chiria, spațiul este personalizat conform nevoilor companiei, însă creșterea îndatorării va pune în pericol activitatea companiei pentru mai mulți ani la rând.

– Datoriile către furnizori sunt relativ scăzute, rotația acestora este mai mică de 30 zile. Firmele mici de transport achită principalul lor cost – combustibilul – cu plata la vedere, spot. Companiile de talie mică și mare și-au negociat un termen de plată de 5-30 zile, însă nu mai mult. Rotații ale Furnizorilor de 45-60 zile, ascund de regulă incapacitatea parțială a companiei de a-și plăti datoriile, în special salariile, ceea ce este un lucru grav din perspectiva unui Finanțator.

Structura bilanțieră tipică a unui transportator arată astfel:

ACTIV		PASIV	
Active imobilizate	70%	Capitaluri proprii	25%
Stocuri	5%	Datorii pe termen lung/ împrumut acționari	45%
Creanțe	25%	Furnizori	15%
		Linie credit/ Factoring	10%
TOTAL	100%	TOTAL	100%

Companiile de distribuție

Aceste companii au aproape toate caracteristicile prezentate mai sus, cu mici particularități pe care le vom analiza în continuare:

- În activul imobilizat poate apărea (cu toate că nu este indicat) un spațiu de depozitare, frigorific sau nu. Desigur, deținerea unui spațiu în proprietate este întotdeauna un lucru pozitiv, însă dacă acesta este finanțat prin credit în cvasi-totalitate, mai bine nu.

- Marjele comerciale și nete în acest domeniu sunt chiar mai mici decât în domeniul transportului și asta pentru că apar cheltuieli suplimentare. Aceste companii nu numai că transportă marfă cu vehicule comerciale ușoare și grele, însă au nevoie de o armată de agenți de vânzare, manageri regionali B2B și B2C, care își desfășoară activitatea cu ajutorul unei întregi flote de autoturisme. Salariile și costul finanțării acest turisme erodează marja operațională a distribuitorului;

- Companiile din acest domeniu achiziționează de la producător un stoc propriu de marfă cu o rotație destul de greoaie (45-90 de zile) și care necesită, de regulă, finanțare bancară prin linie de credit. Stocul trebuie depozitat în condiții propice, prin urmare apar cheltuieli suplimentare cu chiria sau finanțarea. Stocurile se și depreciază/deteriorează; indiferent cât de bine ar fi monitorizate și cât de performant ar fi sistemul de management integrat al stocului, întotdeauna vor fi pierderi din distrugerea sau deprecierea unor stocuri.

- Creanțele și datoriile față de clienți/furnizori au valori mari, de 45-60 zile. Distribuția se face, de regulă, în sistem push-in, în care potențialii clienți sunt

presăți să accepte respectivele produse oferindu-li-se un pachet complex, cu beneficii multiple. Distribuitorul de cafea va oferi fiecărui client aparatul espresso cadou (5.000 EUR/unitate); distribuitorul de înghețată va oferi fiecărui client potențial – cu titlu gratuit – și lada frigorifică în care să o depoziteze. Distribuitorul de bere va oferi, pe lângă sticle și ambalaje, lăzile, vitrinele frigorifice, un termen de plată generos de 45-60 zile, totul pe cheltuială proprie. Lipsa unui control ferm al costurilor determină multe din aceste firme să intre pe pierdere în anumite perioade de timp.

– Marja comercială practică este redusă (5-10%) și este condiționată de realizarea unor ținte de vânzări asumate față de producător. Această marjă poate fi ușor înghițită de noianul de cheltuieli suplimentare sau de recuperarea greoaie și incertă a creanțelor din piață.

– Capitaluri proprii chiar mai reduse decât în cazul transportatorilor. Din păcate, marjele mici și fluctuațiile în profitabilitate ca urmare a ciclurilor economice, îngreunează și mai mult acumularea capitalului în aceste companii. Analistul de credit trebuie să cunoască a priori acest lucru și să nu exclame uimit „capitalurile proprii sunt doar de 10%” de fiecare dată când primește spre analiză un dosar al unei firme de distribuție.

Structura tipică a bilanțului unui distribuitor arată în felul următor:

ACTIV		PASIV	
Active imobilizate	30%	Capitaluri proprii	15%
Stocuri	30%	Datorii pe termen lung/ împrumut acționari	15%
Creanțe	40%	Furnizori	35%
		Linie credit	35%
TOTAL	100%	TOTAL	100%

Particularitățile magazinelor On-Line

Magazinele on-line reprezintă forma cea mai pură a distribuției, întrucât acestea, cel puțin teoretic, nu au cheltuieli de natura chiriei, stocului, distribuției etc. În practică acest lucru nu este întotdeauna adevărat, iar marjele și mai mici decât

cele practicate în comerțul de retail clasic obligă investitorul la un management strict al costurilor.

Principalele particularități ale magazinelor on-line din perspectiva Finanțatorului:

- În primul rând ele nu oferă nicio formă de garantare a creditului de capital de lucru solicitat; nu au stocuri de valori apreciabile, întrucât site-ul este integrat direct cu depozitele de marfă ale furnizorilor; nu au creanțe, întrucât plățile se fac cash; și evident, nu dețin active imobilizate.

- Valoarea lor pe piață este dată strict de cota de piață pe care o dețin, de „brand awareness”; furnizorii de marfă sunt în permanentă căutare de canale noi de vânzare, ceea ce îi determină să ofere condiții extraordinare magazinului on-line care poate dovedi o cotă de piață foarte bună, ce va asigura un volum mare al vânzărilor. Vor acorda termene lungi de plată, vor acorda discounturi enorme, la limita profitabilității lor, pentru că știu că vor putea vinde de milioane de EURO pe an, în mediul virtual, cu plata la vedere.

- Marjele comerciale ale unui magazin online sunt mici, spre foarte mici: 5-7% pe gama de produse electronice și electrocasnice, 10% pe altele, nu este o marjă care să plătească salariile unei echipe numeroase. Ca să mă fac și mai bine înțeles, să considerăm un magazin on-line ce vinde anual în valoare de 1 MEUR, cu o marjă comercială de 7%, respectiv 70.000 EUR/an, 5.800 EUR/lună. Ce chirie, câte salarii pot fi plătite din acest profit comercial, pentru a putea repartiza și ceva dividende la finele anului?!

Am întâlnit în urmă cu câțiva ani patronul unui magazin online ce cunoscuse o ascensiune fulminantă a vânzărilor, ceea ce l-a determinat să-și piardă capul și în cele din urmă afacerea. Cifra de afaceri crescuse fulminant la 100 MEUR/an, însă mai departe nu urmărea sau nu îl interesa adaosul comercial, volumul cheltuielilor cu salariile, chiria sediului etc. În fapt, adaosul comercial era în medie de 2,5%, ceea ce îi genera un profit comercial de 2,5 MEUR/an, respectiv 208 KEUR/lună. Compania și-a închiriat cel mai luxos spațiu de birouri, și-a angajat peste 300 de salariați plătiți cu peste 50% mai mult față de media pieței, a dotat întreaga echipă de vânzări și managementul intermediar cu autoturisme Toyota Land Cruiser de 50

KEUR/bucată, achiziționate cash. În 2 ani a intrat în incapacitate de plată și a vândut afacerea pe nimic. În comerțul on-line, controlul strict al costurilor și maximizarea marjei comerciale sunt literă de lege.



Exemplu

Compania „Macrotrade” este unul din liderii naționali în domeniul distribuției, având în portofoliu distribuția de carne, înghețată, produse congelate etc., respectiv produse care necesită refrigerare de-a lungul întregului lanț de distribuție.

Compania a cunoscut o evoluție abruptă a Cifrei de afaceri în ultimii 5 ani, atât prin creștere organică, cât și prin absorbția unor distribuitori mai mici cu activitate conexă. Este la origine o afacere de familie, ce a demarat cu un capital modest; creșterea abruptă a afacerii și nevoia continuă de investiții în extinderea flotei și a capacităților de refrigerare, a determinat contractarea în permanență de credite de capital de lucru, de investiții și leasinguri. Compania este deja în monitorizare specială la principala bancă cu care lucrează, însă are nevoie de noi finanțări, nu se poate opri, deoarece risca să refuze anumiți furnizori cheie, cărora nu le poate satisface solicitările.

Compania are nevoie urgentă de următoarele investiții:

1. Achiziție flotă de vehicule comerciale ușoare dotate cu instalație frigorifică; sunt necesare un număr de 50 unități, a 40 KEUR bucata. Valoarea investiției este de 2 MEUR, avans/sursă proprie 5%;
2. Credit de investiții în valoare de 5 MEUR destinat extinderii spațiului de depozitare propriu, pentru a face față creșterii vânzărilor.

De asemenea, compania solicită majorarea finanțărilor de tip linie de credit, de la 25 MEUR (cât beneficiază în prezent), la 35 MEUR, motivată de o creștere cu 20% a Cifrei de afaceri estimată în anul N+1.

Dosarul de finanțare ne revine, cu mențiunea că trebuie să facem o evaluare rapidă, pentru a putea oferi un răspuns (chiar dacă nu cel final) coerent clientului, în următoarele 3 zile.

Vom efectua cu prioritate o analiză a situației financiare prezente a companiei, pentru a determina starea ei de sănătate.

Bilanț aferent exercițiului financiar N:

	Valoare	PASIV	Valoare
Active mobilizate	15 MEUR	Capitaluri Proprii	5 MEUR
Stocuri	23 MEUR	Credite de investiții/leasing	7 MEUR
Creanțe	15 MEUR	Furnizori	14 MEUR
Disponibil	0	Linie Credit	25 MEUR
		Serviciul datoriei <12M	2 MEUR
TOTAL ACTIV	53 MEUR	TOTAL PASIV	53 MEUR

Activele imobilizate au următoarea structură: terenuri și clădiri (sediul central și depozitele frigorifice) 7 MEUR, imobilizări în curs (aferele extinderii depozitelor) 2 MEUR, flota de vehicule în valoare netă contabilă de 6 MEUR; amortizarea clădirilor (5 MEUR) se face pe 30 ani, iar a vehiculelor pe 5 ani.

Capitalurile proprii au următoarea structură: Capital social 1.000 EUR (nesemnificativ), Profit nerepartizat 4,1 MEUR, Profitul anului în curs 0,9 MEUR.

Contul de profit și pierdere aferent exercițiului N-1, N, însă și estimarea companiei pentru N+1 (Bugetul de venituri și cheltuieli) arată astfel:

	An N-1	Anul N	N+1 (+20%)
Cifra afaceri	90 MEUR	100 MEUR	120 MEUR
Cheltuieli exploatare	86,9 MEUR	96,7 MEUR	115,8 MEUR
EBITDA	3,1 MEUR	3,3 MEUR	4,2 MEUR
EBITDA (%)	3,44%	3,3%	3,5%
Cheltuieli cu amortizarea	1,4 MEUR	1,4 MEUR	2 MEUR
Alte cheltuieli	0	0	0
Cheltuieli cu dobânda	1 MEUR	1 MEUR	1,4 MEUR
Profit Net	0,7 MEUR	0,9 MEUR	0,8 MEUR
Gross Cash Flow (GCF)	2,1 MEUR	2,3 MEUR	2,8 MEUR

Analiză rapid bilanțul:

1. Ne atrage atenția rapid dezechilibrul major existent între Capitalurile permanente, ce susțin afacerea pe termen mediu și lung și valoarea Activelor imobilizate.

În disperarea companiei de a face față creșterii masive a afacerii, a făcut investiții folosind resurse atrase pe termen scurt. Fondul de rulment este negativ: $FR = -3$ MEUR; acești bani au fost folosiți din linia de credit, ceea ce încalcă prevederile contractuale.

2. Capitalurile proprii au valori reduse și sunt extrem de volatile, deoarece sunt constituite din profituri nerepartizate sau profit curent. Pare că acționarii acestei companii sunt în permanență cu bagajele la ușa apartamentului închiriat, gata să dispară la primele semne că se îngroașă gluma. Finanțatorii au riscat pe această afacere 32 MEUR, bani pe care nu și-i mai pot recupera în cazul unei insolvențe; acționarii au riscat 5 MEUR, pe care le pot retrage pe dividende în orice moment. Nu e echitabil.

3. Calculăm Cifra de afaceri lunară, ca bază de calcul a rotațiilor: CA lunară este de 8,3 MEUR. Prin urmare avem o rotație a stocurilor la 3 luni (cam mare), o rotație a creanțelor la 2 luni și a furnizorilor puțin sub 2 luni. Necesarul de finanțare NFR = 24 MEUR, respectiv echivalentul a 3 luni de vânzări;

4. Trezoreria netă a companiei arată un minus uriaș: $TN = -3 \text{ MEUR} - 24 \text{ MEUR} = -27 \text{ MEUR}$ și este finanțată aproape în totalitate prin linie de credit.

5. Capitalurile proprii reprezintă sub 10% din bilanț, foarte puțin chiar și pentru distribuție, mai ales ținând cont de ambițiosul plan de investiții prezentat.

6. Ca și o primă concluzie, nu pare indicat să se pompeze în acest bilanț încă 7 MEUR, pur și simplu acesta se va prăbuși sub povara îndatorării excesive.

7. Gradul de îndatorare ridicat este reflectat și de cheltuielile cu dobânzile, ce depășesc valoarea profitului net, reprezentând $1/3$ din profitul operațional realizat.

8. Își poate plăti compania datoriile actuale? Aparent da, însă la limită; Gross CF în exercițiul N este de 2,3 MEUR, în timp ce Serviciul datoriei din Pasivul bilanțier este de 2 MEUR. Creditele suplimentare prezintă riscul de a determina compania să intre în incapacitate de plată.

Acestea ar fi observațiile privind activitatea curentă, iar situația nu arată încurajator.

Să trecem acum la analiza solicitărilor exprimate:

1. Majorarea liniei de credit la 35 MEUR

Clientul estimează o majorare a Cifrei de afaceri la 120 MEUR, ceea ce va determina o creștere a NFR. Creșterea prognozată este justificată prin contracte ferme de distribuție, prin urmare nu punem pentru moment sub semnul întrebării acest aspect.

Considerând că rotațiile stocurilor, creanțelor și furnizorilor vor rămâne constante, calculăm aceste valori și construim un bilanț previzionat, așa cum va arăta el în exercițiul N+1:

- Stocuri cu rotație la 3 luni, respectiv 30 MEUR ($120:12 \times 3$);
- Creanțe cu rotație la 2 luni, respectiv 20 MEUR;
- Furnizori cu rotație puțin sub 2 luni, respectiv 18 MEUR.

Rezultă un NFR de 32 MEUR;

Bilanțul previzionat va arăta astfel (afectăm Activele imobilizate și capitalul permanent doar prin ceea ce se rambursează/amortizează normal în cursul unui an):

	Valoare	PASIV	Valoare
Active mobilizate	14 MEUR	Capitaluri Proprii	5 MEUR
Stocuri	30 MEUR	Credite de investiții/leasing	6 MEUR
Creanțe	20 MEUR	Furnizori	18 MEUR
Disponibil	0	Linie Credit	33 MEUR
		Serviciul datoriei <12M	2 MEUR
TOTAL ACTIV	65 MEUR	TOTAL PASIV	65 MEUR

Observăm cum capitalurile proprii (chiar și în condițiile neretragerii dividendelor aferente exercițiului N) scad sub 8%, în timp ce totalul creditelor urca la 40 MEUR.

Numai dobânda aferentă acestor credite este de 1,6 MEUR/an, ca să nu mai vorbim de comisioane.

Propunerea este de respingere a tranzacției și de monitorizare strânsă a activității pe baza situațiilor financiare trimestriale. Compania a crescut precum un balon de săpun ce se poate sparge în orice moment, întrucât nu este alimentat cu capitaluri, ci doar cu datorii și multe, multe vise.

Recomandarea finanțatorului către companie este de căutare urgentă a unui investitor strategic și atragerea acestuia în acționariat, prin infuzie de capital.

2. Proiectele de investiții

Construim Cash-Flow-ul proiectelor pe 5 ani, pornind de la ipoteza realizării Cifrei de afaceri prognozată de client și a profitabilității estimate în N+1; în N+2 clientul prognozează o creștere a Cifrei de afaceri cu încă 10%, după care activitatea este constantă.

000 EUR

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Cifra afaceri	120.000	132.000	132.000	132.000	132.000
Cheltuieli exploatare	115.800	127.380	127.380	127.380	127.380
EBITDA	4.200	4.620	4.620	4.620	4.620
EBITDA (%)	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Cheltuieli cu amortizarea	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Alte cheltuieli	0	0	0	0	0
Cheltuieli cu dobânda	1.400	1.200	1.000	800	600
Profit Net	800	1.420	1.620	1.820	2.020
Gross Cash Flow (GCF)	2.800	3.420	3.620	3.820	4.020

În continuare calculăm indicatorul de serviciu al datoriei, respectiv DSCR:

000 EUR

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Gross Cash Flow (GCF)	2.800	3.420	3.620	3.820	4.020
Intrări Cash din credit	6.900				
Sursă proprie*	100				
Cheltuieli cu investiția	7.000				
Rambursare credit & leasing	3.400	3.400	3.400	3.400	3.400
PN+A+Dob**	3.100	3.680	3.820	3.970	4.120
Serv Dat+ Dob	3.700	3.680	3.650	3.550	3.500
DSCR	0,8	1	1,04	1,1	1,17

*Sursă proprie în cazul achiziției de flotă este considerată a fi cei 5% oferți de client (încorect de altfel, întrucât FR este puternic negativ; orice „sursă proprie” se oferă trăgând suplimentar din linia de credit, sau întârziind plata furnizorilor). În cazul investiției în depozit, clientul deja a cheltuit 2 MEUR ce se regăsesc în Imobilizări în curs. Clientul nu mai are și nu este dispus să ofere ceva suplimentar.

****** În calcul este considerată doar dobânda la creditele pe termen mediu și lung, nu și cea aferentă liniei de credit, conform formulei DSCR.

Observăm că deși am folosit în calcule estimările clientului, DSCR este sub-unitar sau apropiat de 1 pe întreaga durată de finanțare, ceea ce arată capacitatea la limită a companiei de a-și onora serviciul datoriei.

Luând în calcul suplimentar:

- Faptul că solicitarea de majorare a liniei de credit a fost respinsă anterior, ceea ce va pune în pericol creșterea prognozată a cifrei de afaceri;
- Estimările clientului privind CA și EBITDA se pot dovedi prea optimiste în realitate;
- Devizul de lucrări de 5 MEUR poate fi ușor depășit cu 10-15%, așa cum se întâmplă întotdeauna în practică, întrucât este o construcție complexă.

Rezultă un risc major al acordării acestor credit. **Recomandarea este negativă**, ca și în primul caz.

Finanțarea prin leasing a flotei de vehicule ar putea fi aprobată, în totalitate sau mai degrabă parțial, însă cu un avans mai apropiat de structura de risc tehnic recomandată (20% avans). Chiar presupunând că în final se va obține un avans mai mare, Finanțatorul trebuie să fie conștient că acel avans nu există în cash-flow-ul companiei, el fiind constituit din linia de credit sau neplata la timp a furnizorilor.

Se impune în orice caz atragerea unui investitor extern, întrucât în situația prezentă compania este într-o capcană din care nu are ieșire, dacă își dorește să crească.

5.3. Analiza companiilor industriale; particularitățile companiilor de construcții; activități hoteliere

Companiile din sectorul productiv-industrial au următoarele caracteristici:

- De regulă, reprezintă o afacere de tradiție: produsele pe care le produc sunt pe piață de ani de zile, zeci, chiar; deși modul cum acestea sunt produse a suferit schimbări de-a lungul timpului ca urmare a schimbărilor tehnologice, brandul este același;

- Activele imobilizate au o pondere foarte mare în bilanț, de peste 50%, dintr-un motiv simplu: nu numai că respectiva companie deține în proprietate terenul și fabrica în care își desfășoară producția, însă este dotată cu o colecție

impresionantă de mijloace de producție și distribuție, acoperind întregul ciclu de fabricație;

– Bineînțeles că și finanțarea pe termen lung a acestor active fixe este asigurată de surse pe măsură. Capitalul propriu este consistent, întrucât profiturile au fost cel puțin parțial reținute în companie de-a lungul mai multor ani, pe măsură ce compania s-a dezvoltat. De asemenea, întrucât pentru a obține cele mai bune produse trebuie folosite cele mai noi tehnologii, compania beneficiază în permanență de credite pe termen mediu și lung de valori apreciable;

– Profitabilitatea afacerii trebuie să fie net superioară afacerilor de distribuție și comerț; această companie creează valoarea, nu doar o vinde sau o distribuie. În condiții normale, **plus valoarea este direct proporțională cu complexitatea procesului de producție**. Valori ale EBITDA de 15-25% nu ar trebui să ne șocheze, mai ales că și cheltuielile cu amortizarea au valori ridicate, urmare a investițiilor consistente făcute;

– Rotațiile stocurilor pot avea valori între 30-90 de zile, funcție de tipul activității desfășurate și managementul stocului adoptat. Dacă o companie lucrează în regim „Just-in-Time”, în care își prognozează atât de exact producția încât știe exact la nivel de zi și ora necesarul de materii prime, atunci vom avea situația ideală a unei rotații a stocurilor medii sub 15 zile, ceea ce înseamnă un necesar cvasi-nul de finanțare. (Bineînțeles, presiunea este reflectată în amonte, cu furnizori și transportatori realmente disperați să facă față condițiilor stricte contractuale). Există și companii productive cu o rotație a stocului la 90 zile, având următoarea structură: materii prime (33%), producție în curs de execuție (33%) și produse finite (33%). Acestea sunt companii ce produc o gamă largă de produse diferite și distincte, prin urmare au nevoie să aibă în permanență întreaga gamă disponibilă, în cazul în care apare o comandă. De asemenea, acestea sunt companii ce **nu** lucrează în baza unei planificări stricte a vânzărilor și a unor contracte cu livrări lunare ferme, ci la comandă. Este normal deci să existe stocuri consistente de produse finite pentru a face față cererii. Aceste companii prezintă însă un risc ridicat pentru finanțator, din 2 motive:

1. În cazul pierderii controlului asupra creanțelor, datorită unor clienți în default, necesarul de finanțare și așa ridicat va exploda spre 5 luni de cifră de afaceri; în lipsa unei injecții de cash imediate, finanțatorii bancari și furnizorii se vor retrage, încercând să-și reducă pierderile, iar compania va intra instantaneu în faliment;

2. În cazul unor sincope în vânzări pe o perioadă de 3-6 luni; compania, din ignoranță sau chiar din neputință (contracte de achiziții ferme de materii prime) nu își va reduce intrările de materii prime, ceea ce va duce la o explozie a stocurilor, mergând până la 5 luni de vânzări. Normal, ca și în cazul de mai sus, fără o finanțare externă imediată până la redresarea situației, firma va intra în default din lipsă de cash;

- Creanțele pot avea rotații substanțiale, de până la 90 zile. Produsele industriale nu sunt întotdeauna la fel de atractive ca ultima generație de gadget-uri de la Apple și de cele mai multe ori se vând pe o piață extrem de competitivă. Marjele comerciale mari pe care aceste produse ar trebui să le înglobeze, permit companiilor să acorde credit comercial pe perioade lungi de timp, mergând până la vânzări în rate pe 12-24 luni ale produselor (am întâlnit exemple de companii de software care practicau modalitatea aceasta de vânzare, însă produsul îngloba o marjă comercială de 75%).

- În final, întreaga complexitate a ciclului de producție, rotațiile lente ale stocurilor și creanțelor, necesită o formă de finanțare de capital de lucru. Fie compania găsește înțelegere la furnizori, cu care negociază termene lungi de plată, fie apelează la linii de credit. Nu ar trebui să ne surprindă companii ce au contractat linii de capital de lucru reprezentând 90-100 zile de Cifră de afaceri, dacă acest lucru are o justificare corectă, iar profitabilitatea afacerii justifică plata acestor dobânzi.

Particularitățile firmelor de construcții:

- Dotările cu echipamente de producție și utilaje pot reprezenta 90% din activele imobilizate; ca și în cazul firmelor de transport, dotările cu echipamente de calitate determină în final atât calitatea contractelor pe care le câștigă, cât și profitabilitatea;

- Valoarea stocurilor include preponderent producția în curs de execuție. Aceasta este reprezentată de șoselele, clădirile la care compania lucrează la un moment dat; chiar dacă sunt prevăzute plăți parțiale pe bază de recepție intermediară lucrări, aceste lucrări în curs imobilizează resurse importante de capital.

- Activitatea este puternic sezonieră, compania desfășurând o activitate minimă sau oprind complet lucrările în lunile de iarnă. Pentru a suplini lipsa de activitate din timpul iernii, unele companii de construcții și lucrări publice se dotează cu utilaje de întreținere și dezăpezire a drumurilor publice;

- Prin natura activității, compania trebuie să angajeze la bănci un plafon important de Scrisori de garanție bancară. Fie că participă la licitații (unde trebuie depusă o garanție), fie că oferă o garanție de restituire avans sau de bună execuție a lucrării, compania respectivă trebuie să beneficieze de această formă de finanțare non-cash.

Particularitățile companiilor hoteliere:

- Chiar dacă acest tip de companie este încadrat la prestări servicii turistice și nu activitate productivă, structura bilanțieră ce implică active imobilizate de valori mari m-a determinat să o includ în acest subcapitol; Valoarea hotelului (hotelurilor) înscrisă în bilanț reprezintă peste 80-90% din total Activ. În acest caz se resimte și mai mult nevoia unui capital propriu consistent, de peste 50% din bilanț. Afacerile hoteliere se transmit de la o generație la alta, clădirea se amortizează pe 30-50 ani.

- Companiile hoteliere au stocuri de materii prime pentru maxim 1 lună de vânzări, rareori au creanțe și datorii la furnizori, în timp ce liniile de credit sunt de valori extrem de reduse, acoperind cheltuielile curente sau excepționale, ocazionate de organizarea unui eveniment.



Exemplu (inspirat dintr-un caz real)

Compania de producție cabluri și subansambluri electrice „Power Cord”, a cunoscut o dezvoltare extraordinară a activității în ultimii 4 ani, aproape dublându-și anual Cifra de afaceri, după cum urmează:

	N-3	N-2	N-1	N	N+1 (E)
Cifra de afaceri	40 MEUR	70 MEUR	130 MEUR	220 MEUR	280 MEUR
Profit net	1 MEUR	1,5 MEUR	2 MEUR	2,5 MEUR	4 MEUR

Valoarea investițiilor necesare pentru susținerea acestui ritm de creștere a fost consistentă, compania trebuind să se doteze și retechnologizeze anual cu cca 10-12 MEUR; întrucât este evident că firma nu generează o rată a profitabilității atât de mare pentru a susține din surse proprii acest program investițional, managementul a decis apelarea la credite bancare, care au avut următoarea evoluție în ultimii 3 ani:

	N-3	N-2	N-1	N
Linii de credit	8 MEUR	17 MEUR	32 MEUR	75 MEUR
Credit investiții	2 MEUR	5 MEUR	9 MEUR	11 MEUR

Compania ni se adresează nouă, un nou Finanțator, pentru susținerea prin credit a dezvoltării viitoare, bugetul pentru exercițiul financiar N+1 considerând o Cifră de afaceri prognozată de 280 MEUR (+27%) și un Profit net de 4 MEUR.

Compania ne solicită concret:

1. Linie de credit, în valoare de **25 MEUR**, valabilitate 12 luni; garanții oferite: stoc și creanțe viitoare;

2. Plafon de credite de investiții, în valoare de **10 MEUR**, cu trageri pe perioade de maxim 5 ani, pentru finanțarea achiziției de echipamente industriale de producție cabluri electrice și optice, plafonul având valabilitate 12 luni. Sursă proprie constituită la fiecare tragere este de 25%. Garanția va fi constituită chiar din echipamentele finanțate.

Bilanțul companiei aferent exercițiului financiar N arată astfel:

	Valoare	PASIV	Valoare
Active mobilizate	34 MEUR	Capitaluri Proprii	5 MEUR
Stocuri	55 MEUR	Credite de investiții/leasing	11 MEUR
Creanțe	25 MEUR	Furnizori	19 MEUR
Disponibil	0	Linie Credit	75 MEUR
		Serviciul datoriei <12M	4 MEUR
TOTAL ACTIV	114 MEUR	TOTAL PASIV	114 MEUR

Observăm din start structura „ciudată” a bilanțului, ce nu respectă profilul clasic al firmei de producție, suplu și armonios. Avem o entitate gonflată, cu o structură a stocurilor greoaie, ce îngreunează și pune în pericol sănătatea întregii companii. Poate exista o explicație logică a acestei situații, prin urmare ne rezumăm doar la a observa, pentru moment.

Activele imobilizate au următoarea structură: terenuri și clădiri 2,5 MEUR (sediu și hale de producție închiriate pe termen lung, doar câteva îmbunătățiri aduse), echipamente în valoare netă contabilă de 31,5 MEUR; amortizarea echipamentelor se face pe o perioadă de 10 ani.

Capitalurile proprii au următoarea structură: Capital social 1.000 EUR (nesemnificativ), Profit nerepartizat 2,5 MEUR, Profitul anului în curs 2,5 MEUR.

Contul de profit și pierdere aferent exercițiului N-1, N, însă și estimarea companiei pentru N+1 (Bugetul de venituri și cheltuieli) arată astfel:

	An N-1	Anul N	N+1 (+27%)
Cifra afaceri	130 MEUR	220 MEUR	280 MEUR
Venituri din producție	120 MEUR	180 MEUR	200 MEUR
Venituri din vânzarea mărfurilor	10 MEUR	40 MEUR	80 MEUR
Cheltuieli exploatare	123 MEUR	211 MEUR	267,5 MEUR
EBITDA	7 MEUR	9 MEUR	12,5 MEUR
EBITDA (%)	5,38%	4,1%	4,5%
Cheltuieli cu amortizarea	2,5 MEUR	3 MEUR	3,5 MEUR
Alte cheltuieli	0	0	0
Cheltuieli cu dobânda	2,5 MEUR	3,5 MEUR	5 MEUR
Profit Net	2 MEUR	2,5 MEUR	4 MEUR
Gross Cash Flow (GCF)	4,5 MEUR	5,5 MEUR	7,5 MEUR

Observăm rapid 2 elemente potențial problematice:

1. Veniturile din producție nu cresc cu aceeași rapiditate ca și Cifra de afaceri (CA în exercițiul N a crescut cu +70%, în timp ce veniturile din producție cu 50%). Pentru exercițiul financiar N+1 situația este și mai evidentă: CA este estimată să crească cu 27%, în timp ce veniturile din producție cu doar 11%.

Întrebăm societatea ce reprezintă veniturile din vânzări mărfuri, care este rațiunea lor și care este marja comercială practică. Primim următoarele răspunsuri: „în scopul oferirii unei game de produse cât mai complete portofoliului nostru de clienți, am decis importul din China și comercializarea de produse adiacente și complementare, atât de solicitate de clienții noștri; marja comercială practică variază de la o gamă de produse la alta, apreciind că în medie este de 5%”. O primă concluzie: cu un cost al liniei de credit de 4% (dobânda), nu credem că activitatea de comerț marfă aduce o plus valoare companiei, ea doar servind la gonflarea Cifrei de afaceri.

2. Cheltuielile cu dobânzile (în medie 4% la finanțările contractate) au depășit bunul simț și proporția normală într-un bilanț, echivalând cheltuielile cu amortizarea și depășind profitul net al companiei. Ele reflectă gradul de îndatorare uriaș al companiei și fragilitatea situației în care aceasta se regăsește.

Analizăm rapid bilanțul:

- Compania are un bilanț extrem de dezechilibrat, rezultat al dezvoltării agresive, incorect finanțate. Astfel, avem Active imobilizate nete de 34 MEUR, în

timp ce Capitalurile Proprii și Creditele de investiții reprezintă în totalitate doar 16 MEUR. Diferența de 18 MEUR este finanțată eronat prin intermediul Liniei de credit.

Cum s-a ajuns în această situație? Băncile, prin norma de creditare internă, nu acordă linii de credit pentru a finanța noi investiții. Răspunsul trebuie căutat în comportamentul clientului față de principalii săi finanțatori. Probabil că dacă i-am putea întreba pe aceștia, am afla un lung șir de promisiuni încălcate din partea acestui client, de-a lungul a mai mulți ani. Liniile s-au acordat cu valabilități pe 12 luni, în interiorul cărora clientul le-a folosit parțial pentru a face investiții necontrolat, după bunul său plac. Bineînțeles, la scadență, Finanțatorul îngrozit a încercat să retragă banii, să ceară rambursarea sau diminuarea liniei, însă Clientul a demonstrat că nu poate rambursa nimic și a mai cerut păsuire. După care, compania s-a adresat unei alte bănci (din ce în ce mai mici și disperate după clienți de talia asta), aplicând pentru o finanțare mai mică sau refinanțare și majorare linie. Imediat după aprobare, a deturnat o parte din fonduri pentru noi investiții, dezechilibrând și mai mult firmă.

Fondul de rulment = -18 MEUR;

- Necesarul de finanțare (Stocuri + Creanțe - Furnizori) este de 61 MEUR, reprezentând 100 zile de Cifră de afaceri, o valoare uriașă; Trezoreria netă a companiei $TN = -18 \text{ MEUR} - 61 \text{ MEUR} = -79 \text{ MEUR}$, finanțată prin linie de credit. Valoarea liniei de credit reprezintă cca 4 luni de vânzări, o valoare extrem de periculoasă.

- Stocurile au următoarea structură: materii prime (5 MEUR), mărfuri (5 MEUR), produse în curs de execuție (8 MEUR), produse finite (37 MEUR). Întrucât observăm că în medie compania vinde de cca 18 MEUR/lună, nu înțelegem de ce este nevoie de stocuri de produse finite, echivalentul a 2 luni de vânzări; întrebăm compania cu privire la acest lucru. Iritați, cei din conducerea companiei ne transmit că punem prea multe întrebări pentru o companie de talia lor; ar trebui să fim mândri că avem oportunitatea de a intra în relație cu unul din liderii naționali în domeniu. Totuși, ne răspund că valoarea stocului de produse finite este aferentă în proporție de 80% unei comenzi care s-a anulat...

Asta nu e bine deloc, compania plătește dobânzi, chirie și salarii, însă produce pe stoc!

Să analizăm pe scurt prima solicitare de finanțare, cea privind acordarea unei linii de credit de 25 MEUR.

Acordarea acestei facilități de credit ar duce la un total al finanțărilor pe termen scurt de 100 MEUR. Raportându-ne la o Cifra de afaceri estimată de client la 280 MEUR, rezultă o finanțare de 130 zile de cifră de afaceri, respectiv peste 4 luni, o valoare riscantă și nesustenabilă.

În plus, întrucât creșterea de 60 MEUR estimată a Cifrei de afaceri are în structură doar 20 MEUR venituri din producție și 40 MEUR venituri din comercializare marfă (vă reamintiți, adaos comercial 5%, folosit la plata dobânzii de 4% la bancă), solicitarea de creștere masivă a îndatorării nu pare a avea sens economic.

Redactăm scrisoarea de respingere. Această companie are o situație financiară extrem de fierbinte, aflată pe punctul de a exploda. Acest fenomen este iminent și nu dorim să fim prinși la mijloc atunci când se va întâmpla.

Analizăm succint și solicitarea a doua, cea privind acordarea unui plafon de credite de investiții de 10 MEUR, tragerile fiind însoțite de o sursă proprie de 25%.

În primul rând observăm că nu există o sursă proprie. În realitate, compania speră să i se acorde linia de credit, ca din acele sume să poată demonstra o sursă proprie de 25% pentru a putea lua noi credite. Cu un Fond de rulment de -18 MEUR, nu se poate pune problema de surse proprii în această companie.

În al doilea rând, analizăm critic bugetul companiei pentru N+1. Nu avem motive să punem în discuție realizarea Cifrei de afaceri de 280 MEUR (cu toate că dacă nu obține finanțarea de linie de credit solicitată, compania nu va avea combustibil pentru a genera creștere), însă avem motive suficiente pentru a contesta creșterea EBITDA (având în vedere creșterea ponderii comerțului cu mărfuri, cu marje mici).

Construim un Cash-flow pe 5 ani, mergând pe un EBITDA constant de 4%, așa cum compania a realizat în trecut:

000 EUR

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Cifra afaceri	280.000	280.000	280.000	280.000	280.000
Cheltuieli exploatare	268.800	268.800	268.800	268.800	268.800
EBITDA	11.200	11.200	11.200	11.200	11.200
EBITDA (%)	4%	4%	4%	4%	4%

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Cheltuieli cu amortizarea	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500
Alte cheltuieli	0	0	0	0	0
Cheltuieli cu dobânda	5.000	4.600	4.300	4.100	3.900
Profit Net	2.700	3.100	3.400	3.600	3.800
Gross Cash Flow (GCF)	6.200	6.600	6.900	7.600	7.300

În continuare calculăm indicatorul de serviciu al datoriei, respectiv DSCR:

000 EUR

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Gross Cash Flow (GCF) inițial	6.200	6.600	6.900	7.600	7.300
Intrări Cash din credit	10.000				
Sursă proprie	0				
Cheltuieli cu investiția	12.500				
Rambursare credit & leasing	6.000	6.000	5.500	5.000	4.700
Cash-Flow final	-300	2.600	3.400	4.600	4.600
PN+A+Dob*	7.040	7.400	7.600	8.200	7.800
Serv Dat+ Dob	6.840	6.800	6.200	5.600	5.200
DSCR	1,02	1,08	1,22	1,46	1,50

* Luăm în calcul doar dobânda la creditele pe termen mediu și lung (nu și cea aferentă liniei de credit)

Observăm că, chiar și în condițiile respectării prognozei clientului de creștere cu 27% a Cifrei de afaceri (prognoză ce nu se va adeveri, dacă clientul nu găsește o

sursă de finanțare pe termen scurt), indicatorul de serviciu al datoriei este la limită, riscant.

Dacă am prognoza o creștere de doar 10-15% a Cifrei de afaceri, păstrând condițiile de profitabilitate, DSCR ar fi ușor subunitar.

În aceste condiții și mai ales având în vedere situația globală a companiei, extrem de riscantă, decidem să respingem și această solicitare.

În următoarele 4 luni de la respingerea acestui dosar, citim în presă că societatea „Power Cord” și-a anunțat insolvența, printre consecințe enumerându-se cca 1.000 de salariați concediați, în timp ce finanțatorul principal al companiei a trebuit să-și previzioneze suma de 60 MEUR din care probabil nu va mai recupera nimic.

Dincolo de exemplele de mai sus se desprind următoarele concluzii:

– Analiza financiară a unei companii nu se face doar pe baza unor formule matematice și indicatori; ea trebuie întotdeauna contextualizată, ținând cont nu numai de domeniul de activitate al companiei, dar și de contextul economic național și regional; de asemenea, particularitățile companiei trebuie să rezoneze cu experiența și cunoștințele analistului, cu alte zeci de dosare anterioare pe care acesta le-a văzut. Dacă majoritatea companiilor analizate în trecut au dat greș cu aceeași idee de afaceri, este de datoria analistului să semnaleze acest lucru și aici intervine **rolul finanțatorului de consultant al antreprenorului**. Dacă însă majoritatea companiilor în domeniul respectiv au cunoscut succesul și sunt în plină dezvoltare, acest lucru ar trebui să aducă puncte în plus pentru solicitarea analizată. Analiza financiară corporate trebuie întotdeauna să lase locul interpretării subiective și experte, dincolo de ceea ce poate face în acest moment o mașină;

– Companiile trebuie să investească, să își dezvolte activitatea strict în domeniul în care activează. Apar idei noi de afaceri? Nicio problemă, se creează noi companii pe care se vor dezvolta distinct aceste noi idei; companiile de tip conglomerat, cu activități diferite și chiar contrare sfârșesc, aproape întotdeauna, prost. Lipsa unui management dedicat și specializat, imposibilitatea urmăririi profitabilității fiecărei linii de business, încurajează angajații și managerii din eșalonul inferior să performeze slab, întrucât foarte târziu se vor descoperi efectele negative ale comportamentelor și deciziilor lor;

– Pentru antreprenori, contractarea de credite trebuie făcută numai după o analiză și documentare proprie a oportunității. În exemplul de mai sus, ușurința cu care compania respectivă a avut acces la credit a determinat o dezvoltare bolnavă, în care administratorii respectivi au jucat totul pe o carte, indiferent de consecințe. Orice oprire din această evoluție agresivă determină compania să fie copleșită de datorii. Dacă vreți o paralelă, putem compara acest tip de management cu un foc alimentat în permanență cu benzină, în momentul în care alimentarea încetează, focul se stinge aproape imediat, ca și cum nu a fost niciodată.

Capitolul VI

SFATURI PENTRU ANALIȘTI ȘI ANTREPRENORI

Am parcurs împreună bazele analizei financiare, suntem acum în măsură să purtăm o discuție complexă cu orice antreprenor, bancher, director financiar. Suntem în măsură, nu numai să judecăm trecutul financiar al unei companii, calitatea deciziilor de management luate, dar și să emitem opinii privind deciziile strategice pentru următorii ani, cele mai potrivite căi de dezvoltare a afacerii, susținute de produsele potrivite de finanțare.

În încheierea acestei cărți, aș vrea să cristalizăm câteva idei, axiome, sfaturi de urmat în activitatea voastră, ce vor ține loc de concluzie.

Sfatul numărul 1 (pentru finanțistii rătăciți)

Ai finalizat din diferite motive studii economice, ești proaspăt angajat al unei companii financiar-bancare; realizezi că gândurile tale zboară întotdeauna la alte hobby-uri, pasiuni pe care le ai; pierzi 2 ore pe zi citind mailuri haioase trimise de prieteni, bancuri, selfie-uri, filmulețe distractive. Ești persoana care își caută cu înverșunare postul de lucru cel mai ferit de ochii șefului, cu fața spre ușă, pentru a putea pierde vremea în voie mimând lucrul. Ești nefericit și cauți orice motiv pentru a ieși într-o mini-pauză, pentru a 5-a cafea din zi, pentru a 10-a țigară, pentru a ucide timpul cu un prieten de suferință accidental. Citești balanța de 5 ori, însă nu poți reține nimic, cifrele ți se amestecă și nu fac niciun sens, ți-e teamă să nu te faci de râs la șef prezentând jalnic un dosar de credit sau un proiect ce nu îți face plăcere. Sau la modul general, urăști să te trezești dimineața și să vii la job, urăști hârtiile care te așteaptă acolo, teancul de facturi de introdus, colegul de lângă tine care pare că se distrează muncind?

În cazul în care nu ești idiot sau leneș (probabil că nu ai citi această carte, ci ai butona ceva pe Facebook), este timpul să îți schimbi în regim de urgență domeniul de activitate!

Viața nu este trăită în cele 3-4 ore după serviciu sau la fiecare sfârșit de lună când intră salariul în cont, viața trebuie savurată urmându-ți pasiunea de a face ceea ce îți place. Maturizarea noastră ca individ și crearea propriei personalități se realizează în lumea modernă foarte târziu, spre 30 ani. Ca o consecință directă, la 18 ani, când ești pus în situația de a alege o carieră, ai șanse mari să o faci ascultând

sfaturile binevoitoare ale părinților, colegilor, sau urmând deciziile prietenilor, pentru a merge împreună la studii. Însă atunci când studiile se termină într-un final, chiar și după ce adaugi și masterul obligatoriu, ce îți mai asigură 1-2 ani de distracție, realitatea crudă a vieții adulte te lovește din plin și te pleznește foarte rău peste obrazul tău infantil. Fericiți sunt liceenii ce își descoperă o pasiune bruscă să devină chirurghi, să taie prin carne pentru a salva vieți; fericiți aceia ce își descoperă pasiunea pentru scenă, pentru teatru; fericiți sunt cei care la 16 ani admiră construcția unei clădiri, sunt pasionați de design sau electronică; vă asigur însă că aceștia sunt foarte puțini și este normal să fie așa. Ei vor fi vârful de mai târziu, în viața adultă, cei care vor avea succes în ceea ce fac, invidiați bineînțeles cu patimă de ceilalți. Numărul lor nu depășește 15-20% din numărul adolescenților ajunși în pragul luării unei decizii ce le va determina viața.

Pentru toți ceilalți, lipiți de ecranul computerelor și smart-phone-urilor ani în șir, cariera este aleasă mai mult sau mai puțin la loterie, iar adevărata vocație va sosi mult mai târziu, sau poate niciodată.

Mark Twain are o povestire mai puțin cunoscută despre însemnările și experiența unui suflet ce ajunge în Rai. Într-una din zile, acesta asistă la un mare spectacol, la care cu titlu excepțional participau chiar și arhangheli din eșalonul superior al puterii dumnezeiești. Spectacolul este dat în cinstea celui mai mare strateg militar din toate timpurile. Surprinzător, acesta nu este Alexandru cel Mare, Cezar sau Hanibal – aceștia doar însoțesc carul triumfal al sărbătoritului –, ci un muncitor necunoscut la uzină. Acesta, prin naștere, este cel mai mare strateg militar al tuturor timpurilor, însă a trăit toată viața la linia de montaj fără să știe acest lucru. Este o celebrare a potențialului pe care un individ îl are, dar pe care din păcate nu l-a descoperit. Însă Mark Twain este ironic, iar mesajul lui este cât se poate de clar: încercați să descoperiți acest potențial în timpul vieții, de exploatarea lui se vor lega cele mai mari satisfacții personale și profesionale.

Activitatea în cadrul unei instituții financiare poate fi extrem de monotonă și cu siguranță în anumite departamente chiar este.

Proaspătul angajat evoluează comportamental diferit în primul său an de muncă, după care va stagna în acel comportament:

– Va fi **deznădăjduit**, realizând greșeala pe care a făcut-o, pregătindu-se pentru un domeniu pentru care nu simte decât resentiment și dispreț. Va deveni colegul tăcut și neremarcant de nimeni, ușor nesigur atunci când se exprimă. Cu timpul, se va confunda cu peisajul înconjurător și va rămâne în aceeași poziție în organigramă în timp ce colegii săi noi vor fi din ce în ce mai tineri, izolându-l și mai mult. Managerilor

le va fi teamă să le dea sarcini suplimentare sau să îi promoveze, deoarece nu știu dacă acești oameni pot face ceva bine.

– Va reacționa cu **răutate**, încercând să-și transfere furia și neputința asupra altora. Va deveni colegul de care ți-e frică să îi soliciți ajutorul, cel care își tratează juniorii sau subalternii precum niște mici animale de casă. Dacă este lăsat să persevereze în acest tip de comportament, cu timpul va începe să resimtă plăcere și putere, de o manieră masochistă, îl va încânta să vadă că prezența sa inspiră teamă. Pentru binele lor și al celor din jur, aceste tendințe trebuie descoperite cât mai repede iar persoana respectivă concediată.

– Va descoperi **pasiune** în ceea ce face, ceea ce-l va surprinde chiar și pe el. Acest fapt îl va determina pe individ să muncească mult peste ceea ce i se cere, să rezolve sarcinile înainte de termen; pasiunea pentru ceea ce face îl va determina să descopere redundanțele în procesul de lucru, va face propuneri de optimizare. În scurt timp va deveni „mâna dreaptă” a managerului de departament și prima persoană ce va fi promovată când poziția se va elibera. Dacă pe lângă pasiune și dedicație avem și o minte strategică, orientată către business și client, cu siguranță această persoană va evolua spre poziții de top.

– Va deveni **nepăsător**, urmându-și în permanență pasiunile personale, altele decât cele legate de job. Dacă acest comportament este însoțit și de siguranță financiară, în sensul că individul respectiv nu are grija zilei de mâine, atunci comportamentul nepăsător va fi și mai accentuat. De fapt este o formă de comportament a deznădăjduitului cu bani.

În cariera mea am întâlnit toate aceste tipuri de comportament, unele care m-au afectat și marcat într-o manieră negativă, altele care m-au amuzat.

La primul meu job am fost repartizat ca junior pe lângă o doamnă, care a primit sarcina să mă învețe și consilieze atunci când cer sfatul. Doamna a acceptat misiunea, însă mi-a precizat foarte clar de la început că este foarte ocupată și mă roagă să nu o deranjez cu toate prostiile. La primele solicitări mi-a răspuns scrâșnind din dinți, însă în următoarele zile a preferat doar să mârâie atunci când întrebam ceva. Disperat am încercat să întreb în jur; zâmbind malițios doamna mă privea din spatele biroului cum mă perpeleam pe jar, în timp ce clientul aștepta liniștit contractele în camera de alături. Mi-a luat 6 luni să învăț ceea ce aveam de făcut și am învățat prin „trial & error”; în mod normal procesul de învățare ar fi

trebuit să dureze 1-2 luni. Cincisprezece ani mai târziu, doamna respectivă este tot la acea companie, în același post, probabil permanent ocupată.

A existat un moment în care am preluat conducerea unui departament în cadrul altei companii. Unul din rolurile repartizate mie era să decid asupra tranzacțiilor de credit de o anumită valoare, iar colegii intrau pe rând să îmi prezinte rezumatul dosarelor. Uneori nu aveau mai mult de 5-6 minute la dispoziție pentru a prezenta 3-4 dosare. Un coleg intra întotdeauna pe ușă cu câteva dosare, însă de la primele cuvinte încurca toate datele între ele: prezenta bilanțul unei societăți deși era vorba de alta, încurca activitățile și domeniul economic în care activau etc. Pentru a nu lua decizii complet greșite, trebuia de fiecare dată să îl întrerup și să îi iau dosarele pentru a le citi personal; mai mult, pentru a nu-l jigni, încercam să dau o aparență de normalitate acestui gest; cu toți ceilalți colegi discuțiile durau mai puțin de 10 minute, cu el 30 minute. L-am studiat: omul nu părea să înțeleagă și să valorizeze informațiile de natură economică cuprinse în dosarele respective; pentru el, faptul că un fermier cu 3000 hectare solicita o finanțare de linie de credit, sau o firmă ce producea obiecte din metal dorea finanțarea unui nou magazin însemna același lucru. Soarta acelor companii nu avea legătură cu persoana lui, cum de altfel nu conta dacă acel credit se aprobă sau nu. Își nota conștiincios tot ce îi dictam, după care mergea în birou și comunica decizia colegilor din țară pe un ton lătrat, ce nu lasă loc niciunei discuții. L-am urmărit în secret cum urlă la reprezentanții de vânzări din țară: „Nu înțelegeți? Decizia nu se discută, nu accept niciun argument din partea voastră, asta e aprobarea!” Trebuia să facă asta, întrucât dacă ar fi intrat în dialog pe subiect, cel cu care vorbea ar fi realizat imediat că nu știe nimic. A trebuit să-l determin să plece, nu înainte de a-i recomanda cu căldură să meargă într-un domeniu în care avea aptitudini; omul avea o pasiune pentru orice lucru cu metale, ce implică inginerie. Astăzi, 10 ani mai târziu, văd că s-a încăpățânat să rămână în domeniul financiar. Este analist risc pentru credite neperformante. Nu știu dacă înțelege mai mult din suferința antreprenorilor aflați în default, însă cu siguranță cred că poate fi lăsat să urle în voie.

Sfatul numărul 2 (pentru finanțistii malițioși)

Am întâlnit în cariera mea foarte mulți colegi ce își manifestau întreaga lor frustrare asupra clienților, ceea ce este nepermis.

Din anumite motive, oameni care de altfel nu aveau vreun talent sau vocație speciale, simțeau nevoia de a umili, datorită poziției pe care o ocupau în eșalonul puterii, clienții, antreprenorii veniți să solicite un produs de finanțare. Voi da câteva exemple.

Pentru câțiva ani am lucrat într-o firmă de leasing, în vânzări. Printre colegii de departament a apărut într-o bună zi și o colegă mai veche, ce lucrase până în acel moment la secretariat, pregătind cafeaua pentru clienți. Toate bune și frumoase, am primit sarcina de a o train-ui și sprijini, ceea ce am și făcut cu succes. Problema este că în leasing, viteza de reacție este foarte mare, iar numărul tranzacțiilor zilnice este ridicat; trebuie să rămâi permanent concentrat pentru că telefonul sună în continuu: un client vrea să plătească avansul și solicită contul, altul întreabă dacă s-a făcut plata vehiculului, altul cere contractele să le semneze, în timp ce al 4-lea dorește lista documentelor pe care trebuie să le pregătească pentru a constitui dosarul de credit. Începând cu al 3-lea telefon colega mea claca complet, începând să zbiere la clientul ghinionist, explicându-i acestuia cât de ocupată este, câte probleme are și acasă cu copiii etc. Dacă acel client avea tupeul de a răspunde că nu e problema lui, atunci risca să i se trântască telefonul în nas. Nicio clipă colega nu își pune problema de ce dinspre celelalte posturi de lucru nu se auzeau niciodată astfel de conversații, cu toate că produceau de două ori mai mult.

În alt caz, am lucrat ca și analist financiar corporate în cadrul unui departament. La noi veneau dosarele de credit din țară, peste o anumită expunere, pentru analiza și decizia finală. În același birou aveam 3-4 colegi mai vechi ce formau împreună un grup compact, ce nu comunicau cu ceilalți. Vă redau dialogul pe care îl auzeam zilnic:

- Ascultă ce porcărie de dosar am primit!
- Ce?
- Măi, e unul care produce apă minerală, un idiot. Zice că vrea o linie de credit de 1 MEUR, însă îi scade Cifra de afaceri. Și are și stocuri uriașe, ce-o fi făcând cu ele, numai el știe...
- Mai știi eu unul....
- Da, mereu colegii ăștia din zona X trimit numai aberații de dosare. Uită-te ce prostii îmi scriu, sunteți atenți?
- Hai, zi!
- Cică „Societatea are un mare potențial de dezvoltare, în acest sens și-au achiziționat o flotă nouă de vehicule pentru distribuție și sunt în curs de extindere a liniei de îmbuteliere”. Pe naiba, mie-mi trebuie să-mi scrie clar ce fac, nu afirmații de genul ăsta, vreau detalii! Oricum, nu are nicio șansă, nu-mi place deloc dosarul.
- Știi că sunt proști, suferi tu prea mult, pui prea mult la suflet. Măi băiete, ăștia nu ne plătesc pentru câte prostii suntem nevoiți să citim zilnic...

Și întotdeauna auzeam o zi mai târziu și deznodământul. Același individ, după ce discuta cu directorul departamentului, suna în teritoriu să le transmită decizia:

– Alo, da! Sunt eu... A, mulțumesc frumos, da... da... Știți dosarul pe care mi l-ați trimis, cel cu apă minerală? A fost aprobat, vă trimit imediat hârtiile semnate, trebuie doar să le redactez!... da... da... La revedere! Weekend plăcut vă doresc!

Ce se întâmplase? Bineînțeles că pregătise dosarul pentru respingere, argumentația implicând un dispreț vizibil cu privire la modul în care solicitarea a fost pregătită de colegii din țară. Numai că, directorul departamentului a avut o altă opinie, net favorabilă, ceea ce a schimbat la 180 grade atitudinea analistului.

Mediul de lucru al companiei nu trebuie să permită astfel de comportamente, mai ales într-o societate în care noțiunea de client este la baza strategiei și obiectivelor oricărei companii. Nu cred că cineva și-ar dori ca și colegi într-o companie pe cei doi moși cărcotași din Păpușile Muppets, cărora nimic nu le convine. Și cu toate astea, corporațiile sunt pline de așa ceva, la toate nivelurile.

Atunci când resimțiți astfel de porniri malițioase față de colegi sau clienți, sfatul meu este să vă puneți următoarea întrebare: voi ați fi capabili să preluați și să conduceți afacerea respectivă? Dacă s-ar ivi oportunitatea de a-l înlocui pe antreprenorul respectiv, ați dori să o faceți? Să îi preluați problemele de vânzare, să răspundeți la telefon când sună furnizorii pentru plată, să achitați la sfârșitul lunii salariile tuturor angajaților; toate astea, în condițiile în care nu veți ști dacă firmă va înregistra sau nu profit la sfârșitul exercițiului financiar pentru a remunera cumva tot acest efort și toată această responsabilitate.

Dacă răspunsul este nu, atunci reevaluați-vă atitudinea și uitați-vă atent în jur; eu cred că acel antreprenor merită puțin respect, dacă nu chiar mai mult, iar un analist ce își desfășoară activitatea în mica lui lume a indicatorilor financiari, scriind zilnic câteva pagini mai mult sau mai puțin adevărate, ar trebui să se comporte cu oarecare deferență. Acest lucru nu are legătură cu decizia de aprobare sau respingere a unui credit, însă respectul convenit față de clientul ce a aplicat pentru unul din produsele băncii este obligatoriu.

Marea majoritate a lucrătorilor bancari ce manifestă comportament malițios și răutăcios față de clienți nu sunt în stare să-și pună ordine în propriile lor vieți (probabil că aceste lucruri sunt corelate), însă ajunși în poziții importante pot face foarte mult rău prestigiului unei instituții financiare, dar și colegilor, ce vor fi nevoiți să părăsească compania în fața unei asemenea atitudini. Indivizii care nu au un echilibru intern sau nu sunt capabili să îl mimeze, nu ar trebui promovați în funcții ce intră în interacțiune directă sau indirectă cu clientul.

Sfatul numărul 3 (pentru analiști copleșiți de importanța muncii lor)

Există tendința în rândul analiștilor seniori și uneori chiar a managerilor de risc să se confunde atât de mult cu activitatea lor operațională (redactare fișă analiză și recomandare finală), încât să se dezumanizeze, să piardă contactul cu realitatea înconjurătoare și cea economică. Analizele devin foarte lungi și complexe, zeci de pagini pline de formule și indicatori financiari, comentarii acide și afectate, care au din ce în ce mai puțin legătură cu compania analizată și din ce în ce mai mult sunt legate de un personaj arhetipal, ce este pedepsit și înfierat pentru greșelile de management comise.

Desprinși de realitatea economică, pentru că prin natura meseriei le este interzis să facă o vizită clientului (o mare greșeală strategică din punctul meu de vedere), aflați permanent sub presiunea colegilor din vânzări, care îi acuză de lipsa de înțelegere și umanitate, acești analiști se izolează într-un adevărat turn de fildeș al conștiinței. Încetează să mai răspundă la mail-uri, întrucât intrarea într-un dialog electronic bazat pe argumente le poate fisura masca ce și-au construit-o cu greutate. Refuz să răspundă la telefon, contactul cu omul și colegul de la celălalt capăt al firului le poate înmuia inima, iar un aviz negativ se poate îndulci subit.

Vă descriu succint din propria experiență modul cum abordează analiza financiară un astfel de individ și cum decurge circuitul dosarului într-o instituție financiară pradă a unui asemenea sistem:

- Analistul primește dosarul, îl parcurge, notându-și principalele întrebări la care va solicita un răspuns;

- Realizează în primele 15 minute dacă dosarul are 80% șanse de aprobare, 80% șanse de respingere, sau este 50/50 (în această ultimă situație sunt sub 25% din dosare); rețineți, este vorba de 15 minute, indiferent de suma solicitată în dosar. Este normal să fie așa, medicul înregistrează aceeași reacție atunci când studiază setul complet de analize medicale ale unui pacient;

- Trimite la colegul din vânzări mailul cu toate întrebările la care așteaptă explicații, nelăsând nicio clipă să se înțeleagă faptul că deja la acest moment decizia de recomandare este luată; răspunsurile pe care le va primi îl vor ajuta doar să documenteze mai bine recomandarea;

- Ca o paranteză, colegul din vânzări credul și complet nepregătit, se luptă în următoarele zile împreună cu clientul să răspundă cât mai exact la întrebările puse. Mai mult, în necunoașterea și simplitatea lui ingenuă, comentează cu clientul că situația pare bună, întrucât întrebările primite sunt decente, ușoare și aparent lucrurile sunt pe făgașul cel bun; în felul acesta îi creează clientului așteptări

nef fondate, ce se vor întoarce împotriva sa atunci când va veni, într-un final, avizul negativ;

– Analistul începe între timp să scrie; scrie pagini întregi, având grijă să orienteze întregul text spre decizia finală, aprobare sau respingere. Dacă s-a decis deja că va respinge dosarul, toate informațiile, bune sau rele, toți indicatorii financiari, buni, medii, sau slabi, vor fi comentați într-o cheie negativă, ce trâmbițează recomandarea finală. Veți întâlni comentarii de genul:

„Compania a înregistrat o creștere a Cifrei de afaceri în exercițiile financiare N-3, N-2, însă cunoaște o scădere accentuată a vânzărilor în exercițiul N, de -3%”.

„Profitabilitatea netă a companiei a înregistrat valori acceptabile în trecut, cu o scădere accentuată în ultimul exercițiu financiar, de -4%”.

„Compania a crescut din punct de vedere al vânzărilor, însă mediul economic actual creează incertitudini cu privire la prognozele furnizate de client pentru următorii 3 ani; din motive prudențiale, nu vom lua în considerare aceste evoluții”.

„Lichiditatea curentă este în scădere, ceea ce ne dă motive de îngrijorare”.

– Între timp vin și răspunsurile, pregătite cu pasiune de binomul Client – Business Manager, în care ei spun că „au clarificat tot ce era de clarificat”; colegul din vânzări încearcă să sune la Risc, însă nu i se răspunde. Atunci trimite un mail în care precizează că clientul se grăbește și ar fi bine să se primească un răspuns; dacă este născut într-o zodie bună, va primi răspunsul laconic că decizia va sosi în curând;

– Analistul, cu scheletul fișei de analiză și concluziile deja conturate, preia din răspunsurile clientului ceea ce are nevoie pentru a-și documenta mai bine concluzia. În cazul în care avizul este negativ, va minimiza informațiile care ar putea schimba decizia, întrucât fișa este deja scrisă, nu va mai fi schimbată;

– Se redactează varianta de analiză finală și se transmite părților implicate. În cazul unui răspuns negativ, toată lumea este șocată – nimic din ce s-a scris până în acel moment nu anticipa o asemenea decizie;

– Analistul se amuză de tărăboiul creat în comercial, în timp ce întinde mâna pentru a apuca următorul dosar. Pentru câteva clipe, existența sa alb-negru se colorează puțin.

Dacă lucrați sau veți lucra în vânzări produse financiare, cartea aceasta și exemplele din ea vă vor ajuta să evitați tocmai asemenea capcane fără ieșire. Gândind ca un analist, veți pune întrebările potrivite încă de la prima întâlnire cu

clientul, iar materialul pe care îl veți trimite la analiză va prezenta exact imaginea pe care analistul își dorește să o vadă: informații complete, răspunsuri la întrebările potențiale, o strategie comercială coerentă.

Chiar dacă decizia (conștientă sau nu) se ia în primele 15 minute de lectură a dosarului, așa cum am arătat mai sus, **complexitatea și lungimea fișei de analiză va fi direct proporțională cu complexitatea proiectului**. Analistul simte nevoia nu să își justifice propunerea, ci să se justifice, pentru a nu fi în situația de a trebui să dea explicații unor cadre din conducere.

De exemplu, am fost parte a circuitului de aprobare a unui dosar în care se solicita refinanțarea și preluarea creditelor de investiții acordate unui Hotel de 5*. Era vorba de o sumă relativ mare, peste 8 MEUR, iar compania era foarte îndatorată. Pentru mine era foarte clar că șansele de aprobare sunt minuscule, tranzacția era un pariu riscant, însă managerul din teritoriu a insistat foarte mult în promovarea acestui dosar la divizia de Risc. Vă spun, analiza pe care am primit-o după 2 săptămâni de întrebări și răspunsuri, în care clientul a clarificat tot ce era de clarificat, a fost una dintre cele mai lungi și complexe materiale de Risc pe care le-am întâlnit vreodată. Peste 25 de pagini de text, la care se adăugau Cash-Flow-uri complexe, analize de senzitivitate multiple, studiu al pieței hoteliere la nivel național etc. Bineînțeles că recomandarea finală era negativă, însă asta nici nu mai conta; cu toții am citit vrăjiți măiestria frazării, felul în care fiecare element minor era întors, analizat și interpretat într-o manieră negativă, ce anunța iminent dezastrul respectivei companii. Cred că acea persoană scrisese zi și noapte timp de 2 săptămâni doar pe acest subiect. Efortul a trebuit să fie cu atât mai mare, cu cât reieșea din calcule că respectiva companie își putea onora bine-mersi serviciul datoriei. Au trecut 5 ani de la acel moment, hotelul își continuă afacerea înfloritoare, își plătește ratele de credit, însă nu știu cât de mult contează asta pentru respectivul analist. Probabil că el își va aminti întotdeauna cu plăcere cum analiza lui a amuțit întreaga conducere comercială a băncii, cum nimeni nu a putut să-l combată cu argumente contradictorii. Personal, mi-e rușine s-o spun, eu am avut la momentul respectiv o abordare ceva mai trivială. Eu am reflectat doar că instituția noastră i-a plătit acelui individ salariul pe jumătate de lună, în timp ce munca lui nu a adus nicio plus valoare. Poate în acel timp se puteau procesa tranzacții ce s-au pierdut, ce ar fi adus ceva venituri companiei.

Omul care a rezumat cel mai bine lupta împotriva analizelor lungi și inutile, a maculaturii intelectuale, a fost președintele băncii la care am lucrat. La momentul

învățării în funcție, a specificat foarte clar că el va lua decizii de creditare doar dacă dosarul împlinește cumulativ două condiții:

- Analiza și concluzia sunt redactate pe maxim 2 pagini A4;
- Dacă răspunsul la întrebarea „dacă ar fi banii mei personali și nu ai băncii, aș aproba acest credit?” este pozitiv.

Sfatul meu este să urmați întotdeauna acest mod de lucru (indiferent dacă lucrați în vânzări sau Back Office); nu veți da greș.

Sfatul numărul 4 (pentru antreprenori belicoși)

Cel mai mare dușman al antreprenorului ce a reușit în afaceri de unul singur este propria persoană. Nu clienții ce încearcă să-l păcălească, nu salariații ce nu muncesc îndeajuns pentru cât sunt plătiți, nu Finanțatorul, ce îi întârzie aprobarea. Nu.

A reuși în afaceri implică, pe lângă intuiție, multă muncă, talent și o **doză generoasă de noroc**. De fapt, a reuși în afaceri implică exact aceleași ingrediente necesare pentru a reuși în matematică, muzică, scris etc. Nu este nicio diferență.

Numai că, atunci când doza de noroc este substanțială și mai puțin din celelalte ingrediente, riscăm să creăm un monstru; antreprenorul respectiv, îmbogățit peste noapte, ca la cazino, va începe să creadă în cultul propriei persoane. Din acel moment, nu va mai asculta de sfatul nimănui. Orice îndemn la temperare și calm va fi dat la o parte cu dispreț, deoarece este venit din partea unor indivizi ce nu au realizat nimic semnificativ în viață.

Și aici încep problemele:

- Antreprenorul ce a cunoscut prea rapid succesul într-o afacere își va deschide alte afaceri, în noi domenii, în care nu are nicio experiență, însă sunt la modă.

- Va jigni și brusca reprezentanții Finanțatorului spunându-le că nu sunt buni de nimic, el are nevoie de bani imediat, pentru a-și finanța creșterea afacerilor. Tocmai pentru că nu are încredere în nimeni, va lucra cu 3-4 finanțatori, pe care să îi pună în permanentă presiune.

- El va ști să procedeze cel mai bine cu alocarea resurselor financiare, nu va accepta în anturajul lui o persoană competentă, ci doar „yes men”; departamentul financiar și conducerea acestuia se vor rezuma la a contabiliza acțiunile antreprenorului, nu li se va permite să atragă atenția asupra unor decizii eronate.

Și așa cum a avut succes, cu o doză mare de noroc, va pierde absolut tot în cazul în care are ghinion. Nu se va opri la timp, ca un parior înrăit, atrăgând în acest dezastru toți finanțatorii suficient de creduli sau inconștienți încât să-l urmeze.

Personal nu cred că această categorie de indivizi ascultă sau acceptă un sfat, însă dacă ar fi să îl dau, ar fi acesta:

„Puneți întotdeauna succesul în perspectivă, comparați lucrul de care ești cel mai mândru cu alte lucruri mărețe realizate de oameni de succes, de afaceri de succes. În plus, nu uita niciodată de unde ai plecat și că este foarte posibil să revii în acel punct. În felul ăsta îți vei păstra umilința, pentru a nu deveni de nerecunoscut în proprii tăi ochi sau ochii celorlalți, îți vei cântări cu atenție fiecare mutare, diminuând șansele de a lua o decizie catastrofală. Însoțește-te de o persoană de calibru din punct de vedere intelectual și al experienței, cu care să dezbați fiecare nouă idee; în acest mod îți vei rafina inițiativele bune și vei abandona din timp pe cele ce se dovedesc a fi proaste”.

Cred că acest sfat se potrivește și tuturor oamenilor ce lucrează în bănci și/sau alte instituții financiare, în special celor aflați într-o poziție de conducere.

CONCLUZII

Iată că am ajuns împreună la finalul acestei cărți. Nu am dorit niciun moment să creez un nou volum didactic dedicat analizei financiare, plin de formule și conturi contabile, ci am vrut să redau filosofia acestei activități, ce transcende limitele de țară sau norma contabilă.

Ceea ce am prezentat aici este aplicabil oriunde în lume, în fiecare companie, indiferent de domeniul de activitate. Pentru uniformitate, am exprimat toate cifrele în EURO, însă fiți liberi să considerați orice altă valută, întrucât acest lucru nu este important pentru expunerea noastră.

În cazul în care sunteți decizi să urmați o carieră în acest domeniu, respectați întotdeauna aceste 4 reguli simple:

1. Regula bunului simț. Orice solicitare de finanțare trebuie să fie de bun simț, clară, măsurabilă, ușor de înțeles, interpretat și aplicat. Când aceste elemente nu se întrunesc, riscați să pierdeți banii acordați. Nu acceptați niciodată abordări de genul „să-i dăm banii, e client vechi, știe el ce face”. Nu, nu știe, dacă nu reușește să explice ceea ce dorește astfel încât să fie ușor de înțeles pentru orice persoană, indiferent de pregătire și experiență.

2. Regula simplității. Nicio analiză financiară nu este strălucită, dacă nu poate fi rezumată în maxim 2 pagini. Credeți-mă, știu ce spun, faceți acest exercițiu și veți vedea cât de greu este să sintetizezi cele 20-30 pagini pline de argumente, la care ați muncit câteva zile, în doar 2 pagini. Dacă reușiți acest lucru, veți înțelege că analiza financiară este valoroasă prin însăși esența ei; poate fi diluată la infinit, însă își pierde treptat valoarea. Cei mai experimentați analiști îți pot tranșa o tranzacție în câteva propoziții. Cei aflați la început de activitate scriu pagini întregi fără să spună nimic, calculând indicatori de creștere sau scădere procentuală.

3. Regula comunicării. Nimeni nu este mai presus ca alții într-o companie, fiecare angajat își desfășoară activitatea în limitele responsabilității ce i-au fost conferite. Orice angajat, până la vârful ierarhic poate fi concediat în orice moment din motive variate. Tocmai din acest motiv, comunicarea pe orizontală și verticală trebuie să funcționeze ireproșabil. Colegii din analiză/risc trebuie să aibă o comunicare excelentă cu cei din vânzări, întrucât numai așa își pot obține informațiile cheie de care au nevoie. În niciun moment aceștia nu trebuie să devină

încrezuți sau malițioși, doar pentru că sunt în postura să emită o opinie despre o solicitare de finanțare. Când astfel de gânduri par a ieși la suprafață, ca urmare a zecilor de mail-uri cu rugăminți de urgentare, eliminați-le, punându-vă următoarea întrebare: ați dori să fiți în locul lor în acest moment? Ați dori să aveți bugete de realizat, clienți de identificat în piață, să nu dormiți nopțile pentru că sunteți în urmă cu planul etc.? Probabil că nu, tocmai din acest motiv v-ați orientat către ceea ce faceți, respectiv activități de Back Office. Așadar, faceți acest lucru într-un mod profesionist, respectați și cereți respect de la toți colegii, indiferent de nivelul ierarhic.

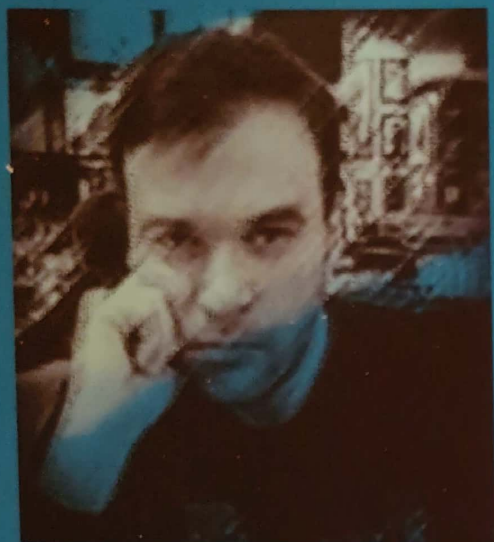
4. Regula abordării critice. Abordați orice solicitare de finanțare într-o manieră critică, dosarul pe care îl aveți în față trebuie să vă convingă că merită să avizați favorabil tranzacția. Începeți analiza pornind de la un nivel neutru, fără preconcepții și prejudecăți (analiza nu ține cont de abordări subiective, prietenii și uri personale). Pe măsură ce lecturați informațiile, acestea trebuie să se așeze ca piesele unui puzzle până când obțineți imaginea globală. Priviți îndelung această imagine: este oare o imagine frumoasă? Dacă da, probabil că veți concluziona că solicitarea este în regulă și veți recomanda aprobarea tranzacției. Dacă imaginea este urâtă, întunecată, plină de necunoscute și riscuri, probabil că indiferent ce informații vor veni ulterior, nu vor reuși să o înfrumusețeze îndeajuns.

În încheiere, indiferent că sunteți un analist la început de drum, dornic să învețe, un antreprenor curios sau un om de vânzări ce dorește să își completeze cunoștințele, sper că această carte v-a ajutat. Vă doresc mult succes în activitățile voastre și nu uitați:

Dacă ceea ce faci din punct de vedere profesional nu îți aduce zilnic bucurie și satisfacție, încearcă imediat să te reorientezi. Nu există justificări sau explicații pentru a continua să lucrezi într-un domeniu ce te plictisește, supără sau demotivează. Parafrazând un proverb, este suficient să îți dorești schimbarea, întregul univers va conspira la realizarea acestei dorințe!



Cosmin Baiu



Această carte se adresează nu numai specialiștilor în economie, ci tuturor celor interesați să înțeleagă filosofia din spatele analizei financiare. Scrisă într-un limbaj accesibil publicului larg, cartea oferă **peste 50 de exemple și studii de caz practice**, inspirate din experiența personală a autorului.

Autorul se folosește de premisa dată pentru a face o descriere practică nonconformistă a activității bancare, dar și a anumitor comportamente antreprenoriale, în scopul educării și dezvoltării personale a cititorului. Pentru tinerii absolvenți de studii universitare, dar și pentru managerii și antreprenorii cu experiență, cartea reprezintă un îndrumar unic, într-o piață dominată de scrieri pur teoretice.



COSMIN BAIU are o experiență vastă în domeniul economic. Lucrează de peste 20 de ani în cadrul unor companii bancare de top la nivel european, ocupând multiple poziții de management executiv, inclusiv pe cea de membru al mai multor Comitete de credit. Are o experiență ce îmbină activitatea de analiză a riscului de creditare cu activitatea de vânzare produse retail și corporate, ceea ce îi permite o viziune de ansamblu, unică, a lumii financiar- bancare.

ISBN 978-606-94572-0-7

